

SPECIAL REPORT

LA GESTIONE INDUSTRIALE DEL SERVIZIO IDRICO: SCENARI DI CRESCITA

Questa pubblicazione è frutto di una collaborazione tra il Laboratorio REF Ricerche e CRIF Ratings

EXECUTIVE SUMMARY

CRIF RATINGS

Marco Bonsanto
Associate
Corporate Ratings
Tel.: +39 051 417 6871
Email: m.bonsanto@crif.com

Ilenia Sabato
Rating Specialist
Corporate Ratings
Tel.: +39 051 417 5037
Email: i.sabato@crif.com

Roberta Mantovani
Rating Specialist
Corporate Ratings
Tel.: +39 051 417 6532
Email: r.mantovani@crif.com

REF RICERCHE

Donato Berardi
Partner
Tel.: +39 02 87078 150
Email: dberardi@refricerche.it

Samir Traini
Partner
Tel.: +39 02 87078 163
Email: straini@refricerche.it

Francesca Casarico
Business Analyst
Tel.: +39 02 87078 159
Email: fcasarico@refricerche.it

In Italia si possono contare ancora circa 1800 gestioni del servizio idrico, attive nelle diverse fasi della filiera, di cui l'80% rappresentato da gestioni in economia.

La frammentazione, unitamente alla fragile governance, è da più parti riconosciuta quale la principale concausa del mancato decollo industriale e del ritardo infrastrutturale accumulato rispetto alle migliori esperienze europee.

Le aziende del settore idrico, al pari di tutte le aziende che operano nei servizi pubblici locali di interesse economico generale, sono chiamate ad assicurare l'equilibrio economico-finanziario della gestione, garantendo al contempo gli investimenti necessari.

Nel presente studio si propone un'analisi delle performance delle prime 100 aziende di gestione del servizio idrico integrato, volta ad indagare il legame tra i più comuni indicatori di solidità economico-finanziaria e patrimoniale e alcune variabili che identificano la dimensione operativa e il contesto nel quale le gestioni sono inserite¹.

Un approfondimento è riservato alle multi-utility quotate (A2A, Acea, Hera e Iren). La decisione di analizzare separatamente le aziende quotate nasce dalla consapevolezza che si tratta di gruppi industriali che per caratteristiche e dimensioni non sono paragonabili alle altre aziende operanti nel settore idrico.

L'analisi vuole essere il punto di partenza di un ragionamento sulle aggregazioni necessarie a raggiungere le dimensioni e la scala finanziaria efficiente.

¹ Per un approfondimento sul campione di gestioni oggetto di indagine si rimanda all'Allegato 1.

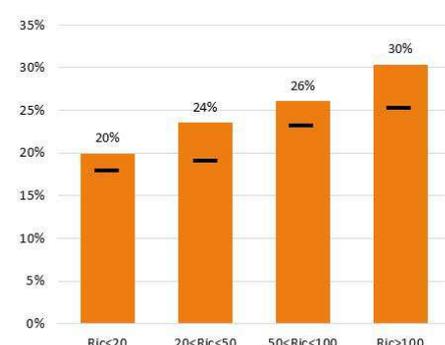
PERFORMANCES ECONOMICHE E FINANZIARIE DELLE GESTIONI – DRIVERS PRINCIPALI

Questo studio si pone l'obiettivo di analizzare la relazione esistente tra i più comuni indicatori della performance economico-finanziaria delle aziende (marginalità operativa lorda, costo per addetto, rapporto tra posizione finanziaria netta e patrimonio netto, rapporto tra posizione finanziaria netta e margine operativo lordo, rapporto tra immobilizzazioni materiali ed abitanti serviti) e alcune dimensioni operative e di contesto (attributi), quali gli assetti proprietari, la tipologia di gestione (mono-multi servizio), il grado di patrimonializzazione, la presenza di una governance stabile, le specificità geografiche, eccetera.

A questo scopo, è stata condotta una indagine econometrica², che permette di isolare l'effetto esercitato da ciascun attributo, nel nostro caso le caratteristiche operative e di contesto delle gestioni, su ciascun indicatore di performance indagato.

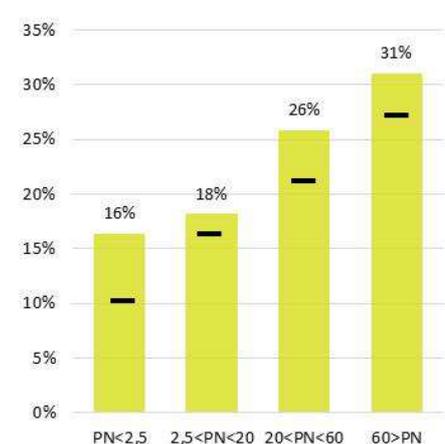
La tabella sintetizza i risultati dell'analisi. Oltre alla significatività o meno dell'influenza esercitata da ciascuna caratteristica operativa e di contesto sulla performance, vengono riportati il segno, positivo ("+") o negativo ("-"), e l'intensità dell'effetto (numero dei "+" e dei "-").

Ebitda margin per classe di ricavo
Anno 2014



Note: la barra nera indica il valore del 2012
Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Ebitda margin per classe di patrimonio netto
Anno 2014



Note: la barra nera indica il valore del 2012
Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Effetto delle caratteristiche operative e di contesto sulle variabili dipendenti: significatività, segno e intensità

	PN2,5-20 Vs PN<2,5	PN20-60 Vs 20<PN<20	PN2,5>60 Vs 20<PN<60	Multi Vs Mono	Mista Vs Pubblica	Privata Vs Nord-Est Vs Centro Vs Sud e Is. Vs Nord-Ovest	EGA Vs no EGA	2014 Vs 2012	2013 Vs 2012			
Ebitda margin	++	+++	+++	--	n.s.	n.s.	n.s.	+	n.s.	+	+	
Costo addetto	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-	-	n.s.	+	++	++	+	n.s.
PFN/PN	n.s.	n.s.	-	n.s.	n.s.	n.s.	+	+	n.s.	++	-	n.s.
PFN/Ebitda	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-	-
Imm.mat/ab	+	++	++	+	n.s.	n.s.	+	n.s.	-	n.s.	n.s.	n.s.

L'intensità è stata classificata sulla base dell'effetto esercitato da ciascun attributo sulla variabile dipendente standardizzata. Con coefficienti inferiori a 0,25 è stata attribuita un'intensità moderata (un + o -), con coefficienti compresi tra 0,25 e 0,50 è stata attribuita un'intensità media (due + o -), con coefficienti superiori a 0,50 un'intensità consistente (tre + o -)

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

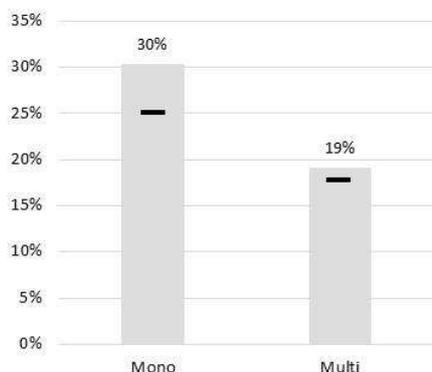
Il primo elemento degno di nota è il sensibile miglioramento degli indicatori economici e finanziari occorso tra il 2012 e il 2014, testimoniato dalla significatività degli effetti fissi di anno, con una direzione dell'effetto in tutti i casi coerente con il miglioramento della performance economica e della sostenibilità finanziaria del debito.

Tali miglioramenti sono da ascrivere all'assegnazione del mandato di regolazione a un'autorità nazionale indipendente. La regolazione ha conferito certezza ai flussi di cassa della tariffa e favorito un recupero delle tariffe rispetto ai costi del servizio, affermando il principio del full cost recovery.

² Si tratta di un'analisi di regressione lineare multipla a effetti fissi. Questa tecnica tiene conto dell'interdipendenza tra le variabili esplicative e della dipendenza della variabile dipendente da tutte le altre variabili esplicative incluse nel modello, riuscendo a isolarne l'influenza effettiva di ciascun attributo a parità delle altre condizioni. L'analisi restituisce dunque informazioni sulla variabilità media dell'indicatore indagato al variare dei singoli attributi mantenendo costanti le altre caratteristiche considerate. Per un approfondimento e per il dettaglio dei risultati si rimanda all'Allegato 2.

Ebitda margin mono/multi-utility

Anno 2014



Note: la barra nera indica il valore del 2012

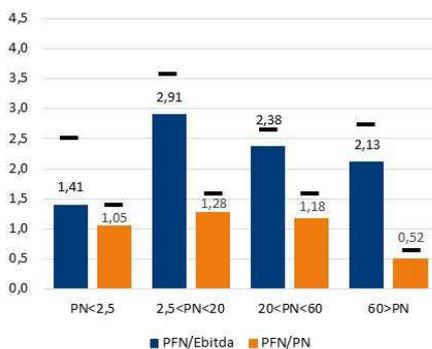
Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Le aziende analizzate (escluse le quotate) raggiungono un Ebitda margin medio del 24%. Le mono-utility mostrano un Ebitda margin più elevato rispetto alle multi-utility: una evidenza coerente con la più elevata intensità di capitale del servizio idrico e con la maggiore quota di investimenti e ammortamenti che la tariffa è chiamata a servire.

Gli indicatori di redditività, produttività e indebitamento presentano una chiara tendenza al miglioramento al crescere delle dimensioni e della patrimonializzazione, a testimoniare il beneficio che può originare dalla crescita dimensionale delle gestioni minori. Al crescere del patrimonio netto aumenta anche la capacità di realizzare gli investimenti: le realtà più patrimonializzate investono di più e presentano una migliore capacità di onorare i finanziamenti accesi.

Leverage e Patrimonializzazione

Anno 2014



Note: la barra nera indica il valore del 2012

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Il costo del lavoro per addetto cresce al crescere della dimensione aziendale a indicare sia la necessità di acquisire competenze tecniche, organizzative e finanziarie, sia il potenziale di efficientamento presente, in particolare nelle gestioni del Centro e del Sud e Isole.

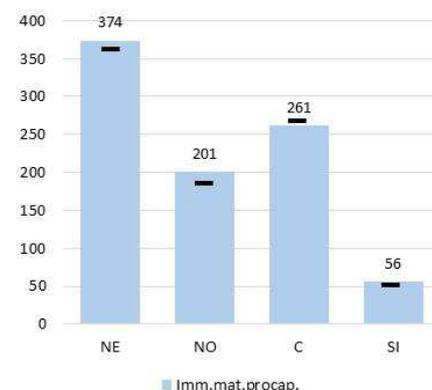
L'evidenza raccolta conferma che la natura della proprietà, pubblica, privata o mista, non influisce su tutti i principali indicatori economici e finanziari delle gestioni.

Al più si segnalano costi del lavoro per addetto più elevati nelle gestioni a proprietà pubblica rispetto alle gestioni private e miste, un esito che può riflettere una serie di fattori quali:

- un diverso bilanciamento tra performance economiche ed equilibri occupazionali nelle aziende miste o private;
- una maggiore attenzione da parte delle aziende pubbliche alla qualità del servizio offerto;
- le potenzialità di un recupero di efficienza.

Immobilizzazioni materiali pro-capite

Anno 2014



Note: la barra nera indica il valore del 2012

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Dall'analisi sugli investimenti emerge una cesura territoriale lungo l'asse della penisola: le evidenze mostrano che al Sud le immobilizzazioni materiali pro-capite nette³ sono mediamente inferiori, mentre il Nord-Est si caratterizza come l'area geografica in cui si è concentrato il maggior sforzo di investimento in anni recenti.

Per dare maggiore robustezza a quest'ultima analisi si è analizzato un ulteriore indicatore, questa volta non di natura contabile, bensì derivante dalla nuova regolazione. Si tratta della RAB pro-capite, dove per RAB si intende la "Regulatory Asset Base", ovvero il valore degli asset idrici calcolato secondo il metodo tariffario idrico, utilizzato i fini della determinazione degli ammortamenti, degli oneri finanziari e degli oneri fiscali riconosciuti in tariffa. L'analisi effettuata, perimetrata ad un numero più ristretto di 55 gestioni per le quali è stato possibile reperire tale valore, conferma il minor sforzo di investimento dei gestori operativi nelle Regioni del

³ Assenza di un riferimento puntuale sulla RAB quale proxy della dotazione infrastrutturale si sono utilizzate le immobilizzazioni materiali pro-capite nette, ovvero il complesso dei cespiti iscritti a bilancio a non ancora ammortizzati. Occorre ricordare che questa misura dello stock si riferisce esclusivamente alle infrastrutture presenti nel bilancio delle aziende e non tiene conto di quelle di proprietà degli Enti locali o delle società patrimoniali.

Mezzogiorno e rafforza l'evidenza riguardo la maggior propensione a realizzare investimenti da parte delle gestioni più patrimonializzate.

Effetto delle caratteristiche operative e di contesto sulla RAB pro-capite: significatività, segno e intensità

	PN2,5-20 Vs PN<2,5	PN20-60 Vs PN2,5>60	Multi Vs Mono	Mista Vs Pubblica	Privata	Nord-Est Vs Nord-Ovest	Centro	Sud e Is.	EGA Vs no EGA
RAB pro capite	n.s.	+++	+++	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	--	n.s.

L'intensità è stata classificata sulla base dell'effetto esercitato da ciascun attributo sulla variabile dipendente standardizzata. Con coefficienti inferiori a 0,25 è stata attribuita un'intensità moderata (un + o -), con coefficienti compresi tra 0,25 e 0,50 è stata attribuita un'intensità media (due + o -), con coefficienti superiori a 0,50 un'intensità consistente (tre + o -)

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati interni

Se si guarda agli indicatori di indebitamento si osserva un maggior ricorso alla leva finanziaria nelle aziende del Nord-Est, che hanno sperimentato con successo nuove modalità di accesso al credito, e del Centro, dove la presenza di un socio industriale (quotato) ha favorito l'apporto di capitale di debito.

Il miglioramento degli indicatori finanziari occorso tra il 2013 e il 2014, in un contesto di investimenti che non hanno ancora compiuto il salto di qualità auspicato, rivela, pur tuttavia, che una parte del potenziale di indebitamento è rimasto inespresso, vuoi per la mancata volontà degli operatori di spingere ulteriormente sulla leva finanziaria, vuoi per la cautela dei finanziatori nei confronti di una regolazione in attesa di completamento. Questa evidenza riguarda, per motivi diversi, tutte le gestioni analizzate, e in particolare le più patrimonializzate del Nord-Ovest e del Sud e Isole. A parità di altre condizioni, il potenziale di leva finanziaria addizionale attivabile dalle prime 100 gestioni del servizio idrico (escluse le quotate) si cifra in 2 miliardi di euro. E' un dato quest'ultimo che suggerisce che i progressi favoriti dalla regolazione sono anche superiori a quanto desumibile in termini di investimenti programmati per il periodo regolatorio 2014-2017 e più coerenti con il reale fabbisogno, identificato in circa 5 miliardi di euro l'anno, in linea con le migliori esperienze europee.

La presenza di una governance compiuta, identificata dalla presenza di un Ente di Governo d'Ambito ('EGA') operativo e con un piano d'ambito approvato, esercita un impatto positivo sugli indicatori economici e di sostenibilità dell'indebitamento in essere, a suggerire l'importanza che una governance compiuta riveste nel conferire "credibilità" ai programmi di investimento e nel migliorare l'accesso al credito.

Gli EGA esercitano un effetto positivo anche sul costo del lavoro per addetto a significare che la certezza della tariffa è garanzia anche per la tenuta degli equilibri occupazionali.

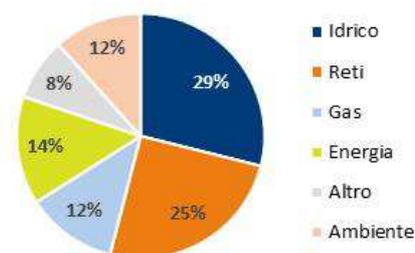


■ EGA operativo
■ EGA non pienamente operativo

Breakdown Ebitda Quotate



Breakdown Investimenti Quotate



Le società quotate

Le aziende idriche quotate in borsa si differenziano largamente per caratteristiche e dimensioni dalle aziende fin qui analizzate.

Da un confronto con queste ultime, suddivise tra aziende di grandi dimensioni (oltre 100 milioni di euro di ricavi) e di medio-piccole dimensioni (fino a 100 milioni di euro di ricavi), emergono in maniera netta almeno due peculiarità delle società quotate:

1. il minor Ebitda margin che riflette la loro operatività in altri settori con margini operativi più contenuti;
2. la capacità di accesso ai mercati di capitali e la conseguente possibilità di sfruttare una maggiore leva finanziaria, permettendo di ottenere i finanziamenti necessari a realizzare maggiori investimenti come testimoniato dal livello della RAB pro-capite più elevato.

Confronto tra quotate e non

	Piccole-medie (83 gestioni)	Grandi (12 gestioni)	Quotate (4 gestioni)
Ebitda margin	24%	30%	22%
<i>Var 2012-2014</i>	<i>4 p.p.</i>	<i>5 p.p.</i>	<i>4 p.p.</i>
Cpers/Dip	48.620	57.292	56.666
<i>Var 2012-2014</i>	<i>8%</i>	<i>8%</i>	<i>10%</i>
PFN/Ebitda	2,47	1,96	3,53
<i>Var 2012-2014</i>	<i>-23%</i>	<i>-36%</i>	<i>-12%</i>
PFN/PN	0,70	0,70	1,24
<i>Var 2012-2014</i>	<i>-20%</i>	<i>-39%</i>	<i>-11%</i>

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

	Piccole-medie (47 gestioni)	Grandi (12 gestioni)	Quotate (3 gestioni*)
RAB Pro-capite	134	196	297

* ACEA, HERA, IREN

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

UN CICLO DI AGGREGAZIONI NECESSARIO A RAGGIUNGERE LA SCALA FINANZIARIA EFFICIENTE

Le disposizioni normative di settore hanno richiamato a più riprese la necessità di approdare a una gestione industriale del servizio idrico su scala almeno provinciale, secondo criteri di efficienza, efficacia, economicità, con l'intento di traguardare dimensioni operative e gestionali coerenti con le economie di natura operativa e finanziaria, per permettere l'erogazione di un servizio di qualità a costi più contenuti.

Vanno in questa direzione sia il decreto "Sblocca Italia" del 2014 che ha introdotto il principio della gestione unica d'ambito, sia la Legge di stabilità 2014 che ha previsto incentivi in favore delle aggregazioni tra le aziende ex municipalizzate, quali l'esclusione dei proventi delle dismissioni dal Patto di Stabilità interno e la

possibilità di prolungare le concessioni laddove necessario a preservare l'equilibrio economico-finanziario delle gestioni. Ancora di recente questo percorso è stato ribadito dal DDL Madia. In ultimo, il recente Testo Unico sui servizi pubblici locali, attualmente avviato al parere delle Commissioni Parlamentari, ha previsto l'assegnazione prioritaria di risorse pubbliche a fondo perduto alle gestioni che hanno deliberato aggregazioni societarie.

Si tratta di un cammino che potrà giovare anche degli incentivi all'aggregazione e alla crescita dimensionale previsti dall'Autorità per l'Energia Elettrica il Gas e il Sistema Idrico ('AEEGSI'), volti ad assicurare una spinta dal "basso". Il metodo tariffario 2016-2019 ha infatti previsto schemi regolatori dedicati che riconoscono in tariffa i costi operativi pianificati derivanti dall'integrazione di gestioni appartenenti allo stesso ambito o operanti in ambiti diversi. In particolare, la regolazione lascia più ampi spazi di crescita laddove la tariffa è chiamata ad assicurare il rispetto dell'equilibrio economico-finanziario del gestore risultante dal processo aggregativo.

OBIETTIVO 2019: 60-70 OPERATORI

Il percorso di riassetto della governance locale ha portato alla perimetrazione del territorio italiano in 72 Ambiti Territoriali Ottimali ('ATO'), non tutti ancora conformi alle disposizioni di legge: vi sono infatti 6 ATO attualmente di dimensioni inferiori a quella minima provinciale. Considerando al contempo la prossima attuazione della riforma delle Province, che prevede una loro riduzione dalle attuali 110 a circa 75, è ragionevole prevedere che gli orientamenti normativi porteranno a un consolidamento dell'industria idrica con la presenza di 60-70 operatori o anche meno, se si considera che esistono ambiti territoriali di dimensioni superiori a quelle provinciali, o di città metropolitane, e che a uno stesso gestore può essere affidato il servizio in più Ambiti Territoriali Ottimali.

Ad oggi, in molte realtà, la gestione unica d'ambito è, pur tuttavia, ancora lontana: nel 25% degli ATO è presente un gestore unico che serve oltre il 90% dei Comuni del territorio e solo in un terzo dei casi si arriva ad una copertura del 50%. Inoltre, sono ancora 42 gli ATO in cui non sono ancora stati individuati i gestori unici d'ambito. In 12 casi, questa situazione è dovuta a un ritardo da parte degli Enti di Governo d'Ambito, mentre nei restanti 40 casi non si sono ancora realizzate le condizioni che impongono l'identificazione del gestore unico e di conseguenza il servizio idrico è ancora affidato a una pluralità di gestioni in attesa della scadenza delle concessioni.

CRESCITA DIMENSIONALE E CONSOLIDAMENTO: QUALI SCENARI?

In questi mesi alcuni EGA stanno valutando i percorsi per pervenire alla gestione unica. Ad esempio, l'ATO 2 Biellese e Vercellese, data la compresenza di aziende pubbliche e miste, ha preso in considerazione un iniziale processo di aggregazione tra forme gestionali omogenee. L'ATO 3 Marche Centro-Macerata ha dichiarato di voler assegnare il servizio tramite l'affidamento diretto avviando un percorso per la costituzione di un'azienda pubblica unica per l'intero ATO 3.

Un percorso simile è stato seguito in diverse province lombarde, Cremona, Milano, Lodi, Pavia laddove le gestioni pubbliche sono confluite in società di nuova costituzione o incorporate in realtà pre-esistenti. Un'eccezione è il caso dell'ATO della Provincia di Brescia che procederà all'aggregazione delle società pubbliche in una prima fase, ma che vedrà poi la selezione di un socio privato tramite gara per dar vita a un partenariato pubblico-privato.

Si sta assistendo alla nascita di modelli organizzativi innovativi, che travalicano il perimetro provinciale: tra questi, in particolare, i consorzi a matrice finanziaria (Viveracqua) e le reti d'impresa (Water Alliance).

SCENARI DI SVILUPPO

L'analisi di scenario per identificare i sentieri di crescita per aggregazione delle principali 100 gestioni idriche muove dalla costruzione di cinque gruppi sulla base di criteri economico-finanziari, patrimoniali e dimensionali: la solidità patrimoniale (PFN/PN), la leva finanziaria (PFN/Ebitda), la profittabilità (Ebitda/VdP) e il bacino di utenza servito. Questi indicatori, che individualmente rivelano la robustezza finanziaria e patrimoniale, l'efficienza e la dimensione degli operatori, sono alcuni dei parametri comunemente usati nell'analisi del credito per costruire gruppi di soggetti con rischiosità equivalente.

Sulla base di questa classificazione, ovvero sulla base della rispondenza a tutti o alla maggioranza degli indicatori, per ciascun cluster si sono delineati dei profili omogenei che restituiscono due categorie di soggetti aggregatori e in quanto tali anche potenziali promotori o capofila di un processo aggregativo; una categoria di soggetti che mostrano una sostenibilità su base stand alone, ancorché meno efficienti delle prime due categorie; una categoria di soggetti che beneficerebbero molto da un'eventuale aggregazione, quindi soggetti passivi di un processo aggregativo; ed infine una categoria di situazioni a maggiore criticità e a rischio isolamento, di soggetti per i quali più impellente è il bisogno di aggregarsi a soggetti più forti⁴.

L'analisi così effettuata mostra che dei 63 ATO e bacini di affidamento in cui ricadono le gestioni indagate (a cui si aggiungono le 4 appartenenti alle società quotate), più della metà

⁴ Per un approfondimento sui criteri che informano l'individuazione dei cinque gruppi di gestioni (aggregatori, potenziali aggregatori, stand alone, piccoli appetibili e piccoli meno appetibili) si rimanda all'Allegato 3.

(39 ATO) vede sul proprio territorio la presenza di un aggregatore o di un potenziale aggregatore. Sono, invece, 24 gli ATO nei quali non è presente alcun soggetto qualificato come aggregatore o potenziale aggregatore a segnalare il ruolo degli EGA nell'identificare percorsi di crescita dimensionale intorno al gestore unico d'ambito.

Le piccole gestioni appetibili sono prevalentemente localizzate in Piemonte e Veneto, realtà territoriali che identificano il naturale apripista di un processo di aggregazione e consolidamento. Le regioni del Mezzogiorno pagano invece il ritardo più ampio in questa graduatoria, in ragione della più rarefatta presenza di operatori industriali, che pur tuttavia non deve sottacere l'esistenza di un discreto numero di aggregatori o potenziali tali e di realtà di minori dimensioni dotate di buoni fondamentali economici e finanziari.

I clusters dei gestori

Scenario Aggregazioni

- Aggregatori
- Potenziali aggregatori
- Stand Alone
- Piccoli appetibili
- Piccoli meno appetibili



Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Gestioni divise per regione e cluster di appartenenza

Regione	N. Gestioni analizzate	Aggregatori	Potenziali aggregatori	Stand Alone	Piccoli appetibili	Piccoli meno appetibili
Piemonte	20	3	1	2	11	3
Lombardia	9	3	3	1	1	1
Veneto*	16	2	5	4	4	1
Friuli Venezia Giulia	5	1	-	3	1	-
Liguria	3	1	0	0	2	0
Emilia Romagna	6	2	0	3	0	1
Toscana	7	3	3	1	-	-
Umbria	4	1	-	-	2	1
Marche	11	1	1	6	2	1
Lazio	3	2	0	0	1	0
Abruzzo	4	2	0	0	2	0
Molise	1	-	-	-	1	-
Campania	4	1	1	0	2	0
Basilicata	1	-	-	1	-	-
Puglia	1	-	1	-	-	-
Sicilia	3	1	1	0	1	0
Sardegna	1	-	-	1	-	-
Italia	99	23	16	22	30	8

*Include anche il gestore operante nell'ATO interregionale Lemene

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

FINANZIABILITÀ E FINANCING DUTY

L'analisi esposta fin qui mostra una buona correlazione tra gli indicatori di redditività, produttività e indebitamento e la dimensione della gestione, e ciò testimonia il beneficio che può originare dalla crescita dimensionale delle gestioni minori. Va aggiunto che al crescere della dimensione aumenta anche la capacità di attrarre finanziamenti e di diversificare le fonti. Oggi sono tante le iniziative a supporto degli investimenti infrastrutturali e più ampio il gruppo di finanziatori istituzionali a cui ricorrere. Così come a supporto della disintermediazione oggi i gestori possono contare anche sul mercato obbligazionario domestico che beneficia di regole di accesso semplificate e assenza di limiti minimi dimensionali.

Sebbene lontani dalle percentuali di disintermediazione bancaria dei Paesi anglosassoni, dove il mercato obbligazionario prevale di gran lunga sul bancario nella composizione delle fonti finanziarie a sostegno dei piani di investimento nel settore, in Italia si colgono i primi significativi tentativi di questo trend. La maggiore chiarezza del quadro regolatorio ha favorito enormemente questo processo essendo l'elemento principe nella valutazione della rischiosità del settore. Tuttavia permangono numerosi fattori che ostano il decollo di modelli di finanziamento alternativi. Alcuni li abbiamo esaminati nelle pagine precedenti: la governance ancora complessa, la dimensione sub-ottimale della maggioranza dei gestori e la conseguente assenza di disciplina finanziaria, l'inadeguatezza organizzativa, sono alcune delle cause di uno scarso ricorso, in termini assoluti di volumi, a strumenti di debito più evoluti e/o innovativi.

ALCUNI SUGGERIMENTI PER IL CAMMINO DELLA REGOLAZIONE

Lo sguardo inevitabilmente corre nuovamente verso la regolazione e ciò che potrebbe certamente favorire la finanziabilità del sistema italiano, guardando a ciò che ha funzionato nei sistemi più maturi, e verso una definizione di criteri oggettivi e cogenti per assicurare la sostenibilità finanziaria degli investimenti e quindi dei gestori chiamati a realizzarli. Nel gergo anglosassone si parla di *'financing duty'*, il mandato conferito al regolatore a far sì che i gestori affidatari abbiano e mantengano un merito di credito sufficiente ad attrarre e sostenere nel lungo termine i finanziamenti necessari all'esecuzione del piano degli investimenti e a prevenire il deterioramento delle condizioni di affidabilità dei gestori (*"ring fencing"*). Se consideriamo il caso inglese, il più evoluto in tal senso, dove i contratti di concessione prevedono il possesso e il mantenimento di rating minimo (investment grade) affinché gli operatori siano considerati eleggibili per la gestione, si osserva un più blando riferimento a non meglio precisati criteri di equilibrio economico-finanziario cui il regolatore italiano richiama le gestioni nel corso della concessione. Nessun obbligo alla preservazione delle risorse patrimoniali, nessun indicatore economico-finanziario oggettivo per misurare l'equilibrio economico-finanziario, nessun potere di intervento a garanzia della solvibilità e sostenibilità del sistema nel suo complesso.

Nella consapevolezza delle differenze tra il mercato e la regolamentazione italiana e quella inglese, come esempio di maggiore sofisticazione finanziaria, questo studio si pone l'obiettivo di suggerire alcuni indicatori che aiuterebbero a rendere più oggettivi i criteri di sostenibilità economico-finanziaria e a favorire l'accesso al credito alla platea delle medie gestioni italiane⁵.

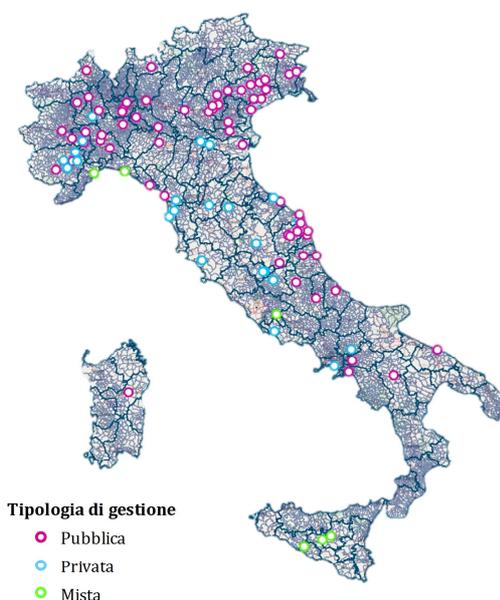
⁵ Per un elenco, pur non esaustivo, dei principali indicatori che qualificano il merito di credito delle gestioni si rimanda all'Allegato 4.

ALLEGATO 1. IL CAMPIONE D'INDAGINE

L'analisi è stata condotta su un campione di 95 aziende operanti nel settore idrico, che servono complessivamente il 55% della popolazione italiana (33 milioni di abitanti) con una forza lavoro di circa 21 mila addetti e ricavi per oltre 5 miliardi di euro. Il periodo di riferimento è il triennio 2012-2014, all'inizio del quale si è assistito all'assegnazione di un mandato di regolazione del settore a un'autorità nazionale indipendente (AEEGSI).

Il campione di gestioni presenta diverse caratteristiche eterogenee: dagli assetti proprietari, al numero di servizi erogati (mono vs multi-utility), alla dimensione del patrimonio netto, alla presenza di un Ente di Governo d'Ambito operativo o meno.

Campione d'indagine



	Gestioni	Pop. Servita
Totale	95	32.729.566
Nord-Est	25	5.438.803
Nord-Ovest	31	10.731.707
Centro	25	6.851.914
Sud e Isole	14	9.707.142
Pubblica	66	23.561.027
Mista	23	7.311.748
Privata	6	1.856.791
Mono-utility	74	27.797.212
Multi-utility	21	4.932.354
PN < 2,5 mln€	24	2.514.928
PN tra 2,5 e 20 mln€	30	6.382.344
PN tra 20 e 60 mln€	19	6.297.378
PN > 60 mln€	22	6.058.276
EGA operativo	67	25.984.225
EGA non operativo	28	6.745.341

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Sotto il profilo degli assetti proprietari, si contano 66 gestioni al 100% pubbliche, 23 gestioni miste pubblico-private e 6 gestioni private. A livello geografico, 31 aziende operano nel Nord-Ovest del Paese, 25 parimenti nel Nord-Est e nel Centro e 14 nel Sud e Isole.

In merito alla forma di gestione, circa quattro quinti delle aziende considerate sono mono-utility (74 gestioni). Le multi-utility, a loro volta, rappresentano poco più di un quinto del campione (21 gestori) e risultano maggiormente diffuse nel Centro Italia (10 gestioni), mentre sono assenti nel Mezzogiorno.

Un ulteriore taglio analitico insiste sulla dotazione di risorse finanziarie proprie delle aziende. L'analisi per classe patrimoniale è stata effettuata identificando 4 classi di patrimonio netto: fino a 2,5 milioni di euro, tra 2,5 e 20 milioni di euro, tra 20 milioni e 60 milioni di euro e oltre i 60 milioni di euro. La classe più popolosa in termini di gestioni è quella medio-piccola (tra 2,5 e 20 milioni di euro), mentre in

termini di popolazione sottesa si ha una certa omogeneità se si escludono le gestioni rientranti nella prima classe di patrimonio netto.

Infine, sono 67 le gestioni che operano in un territorio ove l'Ente di Governo d'Ambito è pienamente operativo, mentre sono 28 le gestioni che operano in ambiti che ancora attendono un completamento della governance locale⁶.

⁶ Per un approfondimento si rimanda a Monitor ATO, Osservatorio SPL, Invitalia. (inserire link a: <http://www.spl.invitalia.it/site/spl/home/osservatorio-spl/monitor-ato/servizio-idrico-integrato.html>).

ALLEGATO 2. L'ANALISI ECONOMETRICA: I RISULTATI

Per indagare la relazione tra gli indicatori economico-finanziari e alcune dimensioni operative e di contesto delle aziende idriche è stata impiegata la tecnica econometrica della regressione, più in particolare è stato costruito un modello di regressione lineare multipla a "effetti fissi" e utilizzato lo stimatore dei "minimi quadrati ordinari" (OLS).

Partendo dai dati del campione analizzato, questa tecnica permette di isolare l'influenza esercitata su una variabile (dipendente) da un insieme di variabili esplicative, controllando per l'interdipendenza tra le variabili esplicative.

Le variabili esplicative sono presenti nell'analisi come variabili dicotomiche che assumo valore 1 se l'attributo in questione è presente, o 0 se assente (dummy).

Il coefficiente stimato dalla regressione misura la variazione media della variabile dipendente che si associa al possesso dell'attributo identificato dalla variabile esplicativa, a parità dei valori assunti dalle altre variabili esplicative; un coefficiente positivo indica una correlazione positiva tra le variabili (al possesso di un attributo corrisponde un aumento della variabile dipendente), il segno negativo una correlazione negativa (al possesso di un attributo corrisponde una diminuzione della variabile dipendente).

La presenza di coefficienti non statisticamente significativi indica che il possesso di un certo attributo non esercita un'influenza apprezzabile sulla variabile analizzata.

Riportiamo di seguito i risultati delle singole analisi.

**Modello 1: Pooled OLS, usando 285 osservazioni
Incluse 95 unità cross section ; Lunghezza serie storiche = 3
Variabile dipendente: Ebitda margin**

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,0684749	0,0264878	2,5851	0,0103	**
PN 25-20	0,0852673	0,0172754	4,9358	<0,0001	***
PN 20-60	0,174133	0,0193498	8,9992	<0,0001	***
PN >60	0,234113	0,0188837	12,3976	<0,0001	***
Multi	-0,0840161	0,0140527	-5,9786	<0,0001	***
Mista	-0,00781575	0,0142177	-0,5497	0,5830	
Privata	-0,0306953	0,0253464	-1,2110	0,2269	
Nord Est	-0,00054565	0,0140675	-0,0388	0,9691	
Centro	0,0576554	0,0198385	2,9062	0,0040	***
Sud e Isole	-0,0147384	0,0241608	-0,6100	0,5424	
EGA	0,0446509	0,0199307	2,2403	0,0259	**
Anno 2014	0,0379579	0,0129208	2,9377	0,0036	***
Anno 2013	0,032854	0,0129208	2,5427	0,0116	**

Media var. dipendente	0,241241	SQM var. dipendente	0,125947
Somma quadr. residui	2,156941	E.S. della regressione	0,089050
R-quadro	0,521213	R-quadro corretto	0,500090
F(12, 272)	24,67522	P-value(F)	5,43e-37
Log-verosimiglianza	291,5438	Criterio di Akaike	-557,0876
Criterio di Schwarz	-509,6052	Hannan-Quinn	-538,0531
Rho	0,534932	Durbin-Watson	0,578899

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

Modello 2: Pooled OLS, usando 285 osservazioni
Incluse 95 unità cross section; Lunghezza serie storiche = 3
Variabile dipendente: Costo personale per addetto

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	34911	4126,54	8,4601	<0,0001	***
PN 25-20	249,38	2691,33	0,0927	0,9262	
PN 20-60	150,911	3014,51	0,0501	0,9601	
PN >60	4135,28	2941,89	1,4057	0,1610	
Multi	-115,316	2189,27	-0,0527	0,9580	
Mista	-5773,17	2214,98	-2,6064	0,0097	***
Privata	-7868,57	3948,72	-1,9927	0,0473	**
Nord Est	-2236,28	2191,57	-1,0204	0,3084	
Centro	8154,04	3090,63	2,6383	0,0088	***
Sud e Isole	16603,2	3764,01	4,4110	<0,0001	***
EGA	13559,7	3105,01	4,3670	<0,0001	***
Anno 2014	3499,79	2012,92	1,7387	0,0832	*
Anno 2013	1257,24	2012,92	0,6246	0,5328	

Media var. dipendente	49149,87	SQM var. dipendente	14728,23
Somma quadr. residui	5,24e+10	E.S. della regressione	13873,13
R-quadro	0,150237	R-quadro corretto	0,112747
F(12, 272)	4,007427	P-value(F)	9,98e-06
Log-verosimiglianza	-3115,992	Criterio di Akaike	6257,983
Criterio di Schwarz	6305,466	Hannan-Quinn	6277,018

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

Modello 3: Pooled OLS, usando 285 osservazioni
Incluse 95 unità cross section; Lunghezza serie storiche = 3
Variabile dipendente: PFN/PN

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	0,149175	0,522136	0,2857	0,7753	
PN 25-20	0,504527	0,340537	1,4816	0,1396	
PN 20-60	0,196923	0,38143	0,5163	0,6061	
PN >60	-0,616743	0,37224	-1,6568	0,0987	*
Multi	0,145582	0,277011	0,5255	0,5996	
Mista	-0,156227	0,280263	-0,5574	0,5777	
Privata	-0,0923742	0,499636	-0,1849	0,8535	
Nord Est	0,799455	0,277302	2,8830	0,0043	***
Centro	0,934164	0,391061	2,3888	0,0176	**
Sud e Isole	0,823111	0,476264	1,7283	0,0851	
EGA	1,05388	0,39288	2,6824	0,0078	***
Anno 2014	-0,519496	0,254698	-2,0397	0,0424	**
Anno 2013	-0,240959	0,254698	-0,9461	0,3450	

Media var. dipendente	1,316912	SQM var. dipendente	1,827115
Somma quadr. residui	838,1314	E.S. della regressione	1,755382
R-quadro	0,115981	R-quadro corretto	0,076980
F(12, 272)	2,973798	P-value(F)	0,000641
Log-verosimiglianza	-558,1102	Criterio di Akaike	1142,220
Criterio di Schwarz	1189,703	Hannan-Quinn	1161,255
rho	0,686028	Durbin-Watson	0,194644

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

Modello 4: Pooled OLS, usando 285 osservazioni
Incluse 95 unità cross section; Lunghezza serie storiche = 3
Variabile dipendente: PFN/Ebitda

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	3,592	1,77304	2,0259	0,0438	**
PN 25-20	1,23119	1,15638	1,0647	0,2880	
PN 20-60	0,126005	1,29524	0,0973	0,9226	
PN >60	-0,00961524	1,26403	-0,0076	0,9939	
Multi	-0,631252	0,940658	-0,6711	0,5027	
Mista	0,769081	0,951703	0,8081	0,4197	
Privata	-0,297974	1,69664	-0,1756	0,8607	
Nord Est	0,582083	0,941646	0,6182	0,5370	
Centro	1,12995	1,32794	0,8509	0,3956	
Sud e Isole	-0,885659	1,61727	-0,5476	0,5844	
EGA	-0,539702	1,33412	-0,4045	0,6861	
Anno 2014	-1,7107	0,864888	-1,9779	0,0489	**
Anno 2013	-1,78593	0,864888	-2,0649	0,0399	**

Media var. dipendente	2,973428	SQM var. dipendente	5,964358
Somma quadr. residui	9664,564	E.S. della regressione	5,960829
R-quadro	0,043386	R-quadro corretto	0,001183
F(12, 272)	1,028028	P-value(F)	0,423088
Log-verosimiglianza	-906,5293	Criterio di Akaike	1839,059
Criterio di Schwarz	1886,541	Hannan-Quinn	1858,093
rho	0,173564	Durbin-Watson	0,774057

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

Modello 5: Pooled OLS, usando 285 osservazioni
Incluse 95 unità cross section; Lunghezza serie storiche = 3
Variabile dipendente: Immobilizzazioni materiali pro capite

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	166,165	104,442	1,5910	0,1128	
PN 25-20	146,425	68,1173	2,1496	0,0325	**
PN 20-60	282,398	76,2969	3,7013	0,0003	***
PN >60	358,754	74,4588	4,8182	<0,0001	***
Multi	145,12	55,4101	2,6190	0,0093	***
Mista	-77,4048	56,0608	-1,3807	0,1685	
Privata	-150,186	99,9417	-1,5027	0,1341	
Nord Est	134,785	55,4684	2,4299	0,0157	**
Centro	-57,5571	78,2235	-0,7358	0,4625	
Sud e Isole	-234,381	95,2666	-2,4603	0,0145	**
EGA	-107,281	78,5874	-1,3651	0,1733	
Anno 2014	21,1644	50,9469	0,4154	0,6782	
Anno 2013	8,98585	50,9469	0,1764	0,8601	

Media var. dipendente	298,5335	SQM var. dipendente	388,9593
Somma quadr. residui	33534938	E.S. della regressione	351,1271
R-quadro	0,219504	R-quadro corretto	0,185070
F(12, 272)	6,374677	P-value(F)	5,81e-10
Log-verosimiglianza	-2068,172	Criterio di Akaike	4162,344
Criterio di Schwarz	4209,826	Hannan-Quinn	4181,378
rho	0,975043	Durbin-Watson	0,019892

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

Modello 6: OLS, usando le osservazioni 1-55
Variabile dipendente: RAB procapite

	<i>Coefficiente</i>	<i>Errore Std.</i>	<i>rapporto t</i>	<i>p-value</i>	
const	78,1788	59,6874	1,3098	0,1971	
PN 25-20	75,9796	56,0551	1,3554	0,1822	
PN 20-60	213,402	90,5641	2,3564	0,0230	**
PN >60	195,205	61,13	3,1933	0,0026	***
Multi	5,73996	43,0007	0,1335	0,8944	
Mista	3,52942	33,3369	0,1059	0,9162	
Privata	64,8069	74,9102	0,8651	0,3917	
Nord Est	56,2549	64,036	0,8785	0,3845	
Centro	-0,791889	52,1298	-0,0152	0,9879	
Sud e Isole	-144,787	63,8913	-2,2661	0,0284	**
EGA	13,6065	44,8267	0,3035	0,7629	

Media var. dipendente	229,6363	SQM var. dipendente	159,0095
Somma quadr. residui	873365,1	E.S. della regressione	140,8872
R-quadro	0,360330	R-quadro corretto	0,214951
F(10, 44)	4,864027	P-value(F)	0,000103
Log-verosimiglianza	-344,0430	Criterio di Akaike	710,0859
Criterio di Schwarz	732,1666	Hannan-Quinn	718,6247

* livello di significatività del 10%; **livello di significatività del 5%; *** livello di significatività dell'1%.

ALLEGATO 3. I CINQUE CLUSTERS DI GESTIONI

Aggregatori: questo gruppo mostra una solida posizione economico-finanziaria ($PFN/Ebitda \leq 3x$) e patrimoniale ($PFN/PN \leq 1$), un'ottima marginalità ($Ebitda \text{ margin} \geq 30\%$), e serve un bacino di utenza superiore o uguale a 250 mila abitanti. L'aggregazione di gestioni minori rafforzerebbe la capacità economico-finanziaria e quindi la capacità di effettuare investimenti.

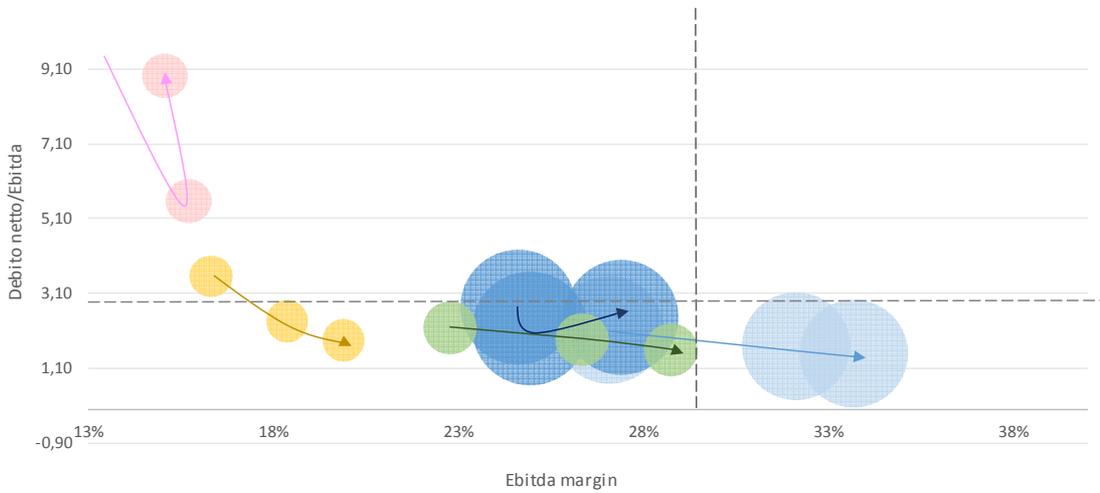
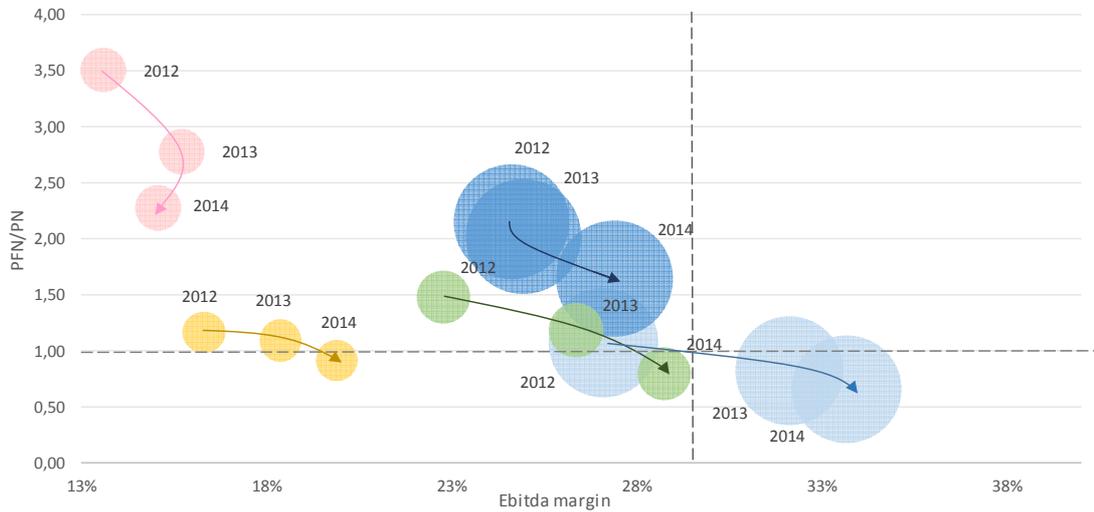
Potenziati aggregatori: questo gruppo soddisfa 1 o 2 su 3 criteri e ha un bacino di utenza superiore o uguale a 250 mila abitanti. L'aggregazione di gestioni minori potrebbe avere un effetto neutrale sulla capacità economico-finanziaria e sulla capacità di effettuare investimenti aggiuntivi.

Stand Alone: questo cluster raggruppa gli operatori con un bacino di utenza inferiore a 250 mila abitanti e mostra una posizione economico-finanziaria sostenibile ($PFN/Ebitda \leq 4$; $PFN/PN \leq 2$; $Ebitda \text{ margin} \geq 20\%$), ma meno efficiente delle prime due categorie; questi gestori potrebbero beneficiare da un'eventuale aggregazione. In questa categoria rientrano anche le gestioni con un bacino di utenza superiore o uguale a 250 mila abitanti ma contraddistinte da indicatori economico-finanziari e patrimoniali non in linea con quelli degli aggregatori e dei potenziali aggregatori.

Piccoli appetibili: questo cluster raggruppa gli operatori con un bacino di utenza inferiore a 250 mila abitanti e mostra una posizione economico-finanziaria scarsa e inefficiente (1 o 2 dei seguenti 3 criteri soddisfatti, $PFN/Ebitda \leq 4$; $PFN/PN \leq 2$; $Ebitda \text{ margin} \geq 20\%$); questi gestori beneficerebbero ampiamente da un'eventuale aggregazione.

Piccoli meno appetibili: questo cluster raggruppa gli operatori con un bacino di utenza inferiore a 250 mila abitanti, che presentano una posizione economico-finanziaria precaria ($PFN/Ebitda > 4$; $PFN/PN > 2$; $Ebitda \text{ margin} < 20\%$), sono altamente inefficienti e insostenibili in assenza di provvedimenti ad hoc per ripristinare l'equilibrio finanziario, a rischio isolamento.

Le performance dei cluster



- Cluster gestori**
- Aggregatori
 - Potenziali aggregatori
 - Stand Alone
 - Piccoli appetibili
 - Piccoli meno appetibili
 - Popolazione

ALLEGATO 4. MERITO DI CREDITO: I PRINCIPALI INDICATORI

NET DEBT/RAB: esprime il rapporto tra il Debito Netto (debito finanziario al netto delle disponibilità di cassa non vincolate) e la RAB (Regulatory Asset Base, ossia il valore regolamentare dei cespiti gestiti). Tale indicatore, espresso in percentuale, dipende oltre che dallo stock di debito finanziario della società anche da quanto lontano nel passato ciascuna gestione ha iniziato a stratificare la composizione dei cespiti.

CONCESSION LIFE COVER RATIO (CLCR): esprime il rapporto tra la somma del valore attuale sia dei flussi di cassa al netto dei CAPEX che del valore residuo a fine concessione, così come descritti nel PEF predisposto dall'Ente di Governo d'Ambito, e il Debito Netto (debito finanziario al netto delle disponibilità di cassa non vincolate). Tale indicatore, espresso in volte (x), risulta essere maggiore in gestioni con concessioni lunghe e un piano di investimenti ampiamente coperto da flussi di cassa.

FFO* INTEREST COVERAGE RATIO: esprime il rapporto tra FFO e gli oneri finanziari cash sul debito finanziario in essere. Tale indicatore, espresso in volte (x), risulta essere maggiore in gestioni con uno stock di debito finanziario contenuto.

FFO* NET LEVERAGE RATIO: esprime il rapporto tra il Debito Netto (debito finanziario al netto delle disponibilità di cassa non vincolate) e FFO. Tale indice, espresso in volte (x), risulta essere maggiore in gestioni con uno stock di debito finanziario elevato.

PAY-OUT RATIO: esprime il rapporto tra dividendi pagati nell'anno e il reddito netto dell'anno precedente; un indice superiore a 100% segnala una situazione di potenziale deterioramento patrimoniale e/o incremento della leva finanziaria per remunerare il capitale proprio.

* *FFO (Funds From Operations) = EBITDA - Interessi - Tasse +/- altre variazioni monetarie*