



Dipartimento di Impresa e Management
Economia e Direzione delle Imprese
Marketing

Tesi di Laurea in Principi Contabili Internazionali

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

RELATORE

Prof. Fabrizio Di Lazzaro

CORRELATORE

Prof. Paolo Bastia

CANDIDATO

Giuseppe Nazzaro

ANNO ACCADEMICO 2014/2015

**ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY
E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES**

Sommario

CAPITOLO 1 IAS/IFRS E PUBLIC UTILITIES	PAG. 5
1.1. Principi contabili internazionali	pag. 5
1.1.1. <i>IAS/IFRS</i>	pag. 7
1.1.2. <i>Alcuni principi generali di bilancio</i>	pag. 9
1.2. Le Public Utilities	pag. 15
 CAPITOLO 2 TEORIA CLASSICA DELLA FINANZA	 PAG. 25
2.1. Teoria classica della finanza	pag. 25
2.1.1. <i>Modigliani-Miller</i>	pag. 26
2.1.2. <i>Il modello media e varianza</i>	pag. 27
2.2. Considerazioni	pag. 31
 CAPITOLO 3 EQUITY E DEBITO	 PAG. 34
3.1. Peculiarità.....	pag. 34
3.1.1. <i>Equity e debito in economia aziendale</i>	pag. 34
3.1.2. <i>Equity e debito IAS/IFRS</i>	pag. 38
3.2. Il costo del capitale.....	pag. 46
3.2.1. <i>Il costo dell'equity</i>	pag. 48
3.2.2. <i>Il costo del debito</i>	pag. 48
3.2.3. <i>Effetto leverage</i>	pag. 49
 CAPITOLO 4 CASI ANALIZZATI	 PAG. 53
4.1. Premessa	pag. 53
4.1.1. <i>Presentazione dei Gruppi Enel, E.ON. e EDF</i>	pag. 53
4.1.2. <i>Bilanci Consolidati</i>	pag. 59
4.2. ENEL.....	pag. 60
4.3. E.ON.....	pag. 76
4.4. EDF.....	pag. 98

**ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY
E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES**

CONCLUSIONI PAG. 114

FONTI..... PAG. 119

**ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY
E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES**

*Nella vita non importa
dove vai ... cosa fai ... o quanto hai ...
ma chi ti è affianco.*

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CAPITOLO 1

IAS/IFRS E PUBLIC UTILITIES

1.1. Principi contabili internazionali

L'International Accounting Standard Board (IASB) è l'organismo responsabile dell'emanazione dei principi contabili internazionali. Inizialmente l'organo preposto a tale compito era affidato all'International Accounting Standards Committee (IASC), il quale ha agito come comitato interno all'organizzazione mondiale dei professionisti contabili, l'International Federation of Accountants (IFAC). Esso si è in seguito trasformato in una fondazione privata di diritto statunitense (IASC Foundation) con sede nello Stato del Delaware. Attualmente l'IASC Foundation è composta da quattro organi principali:

- 1) L'International Financial Reporting Interpretations Committee (IFRIC), comitato che controlla periodicamente l'applicazione dei principi suggerendone la corretta interpretazione;
- 2) Il Standards Advisory Committee (SAC), comitato consultivo composto da membri di tutto il mondo che presenta proposte allo IASB;
- 3) I Trustees, organo amministrativo della fondazione è composto da 19 membri, il cui comitato nomina i membri dello IASB, dell'IFRIC e del SAC, approva il bilancio della fondazione e ne decide le strategie generali;
- 4) Lo IASB, organismo sovranazionale per la statuizione dei principi contabili e per la convergenza dei vari principi contabili nazionali diffusi nel mondo, formato da un comitato di 14 membri con sede a Londra.

A conclusione di tale processo di ristrutturazione, che ha condotto alla definizione di un diverso assetto organizzativo e di nuovi piani strategici, l'IASB dal 2000 coinvolge diversi organismi per la definizione degli standard di oltre cento Paesi (compresa l'Italia). Tale coinvolgimento non è rivolto unicamente verso coloro che svolgono la professione contabile, ma esiste una continua partecipazione attiva di vari soggetti quali i rappresentanti degli investitori, gli analisti finanziari e, in

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

generale, il mondo accademico ed imprenditoriale. Perfino l'Unione Europea è interessata alla formazione dei principi contabili internazionali. Tra i suoi numerosi obiettivi, difatti, rientra anche l'armonizzazione delle regole contabili con lo scopo di sviluppare efficacemente i mercati finanziari europei. Per adempiere tale finalità, è stato deciso di introdurre progressivamente i principi contabili internazionali all'interno di ogni Paese membro affinché le regole contabili si uniformassero e rappresentassero un comparto organico, coordinato e qualitativamente riconosciuto a livello internazionale. I principi contabili internazionali emanati dal precedente IASC mantengono tutt'oggi l'originaria denominazione di International Accounting Standards (IAS), mentre quelli approvati dal 2001 dallo IASB assumono la nuova denominazione di International Financial Reporting Standards (IFRS). Poiché quest'ultimi principi coesistono con i precedenti IAS, ci si riferisce spesso ai principi contabili internazionali con il termine IAS/IFRS.

La Comunità Europea continua ad essere un progetto ambizioso, nonostante sia costituita da una molteplicità di soggetti e Paesi diversi ma che, da uniti, vogliono perseguire scopi comuni. Non a caso *"unita nella diversità"* rappresenta il motto dell'Unione Europea, usato per la prima volta nel 2000, ed indica come i diversi Paesi siano riusciti ad operare insieme a favore della pace e delle prosperità, mantenendo inalterato le proprie ricchezze, culture, tradizioni e lingue¹. Continuano ad essere numerosi ed ambiziosi gli obiettivi prefissati dalla Comunità Europea e tra questi, in materia di contabilità, rientra l'esigenza di creare un sistema contabile uniforme. Ecco spiegato il motivo dell'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS.

In questo paragrafo vengono approfonditi in primo luogo gli argomenti relativi ai principi contabili internazionali IAS/IFRS sia in ambito europeo sia in ambito nazionale. In ambito europeo si descriverà l'iter di formazione degli IAS/IFRS invece, in ambito nazionale, sarà analizzato il recepimento degli IAS/IFRS da parte dell'Italia mediante l'emanazione di varie direttive. In secondo luogo, si esporranno i principi generali della redazione del bilancio e alcuni IAS/IFRS che costituiscono il

¹ Fonte: sito ufficiale dell'Unione Europea.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

mezzo con cui si può procedere alla comparazione oggetto di studio della presente tesi.

1.1.1. IAS/IFRS

In ambito europeo, anche grazie all'introduzione della moneta unica euro², la comparabilità dell'informativa economico - finanziaria, pubblicata dalle società i cui titoli sono negoziati in mercati pubblici, rappresenta una condizione essenziale ai fini della costruzione di un mercato interno dei servizi finanziari. È necessario che i principi dell'informativa finanziaria ed economica applicati dalle società comunitarie siano accettate a livello internazionale e costituiscano principi di carattere globale di alta qualità. Ciò implica una maggiore convergenza dei principi contabili utilizzati a livello internazionale³. Tutto ciò si traduce nell'armonizzazione delle regole contabili e ciò ha rappresentato uno dei principali obiettivi della Comunità Europea anche al fine di sviluppare efficacemente i mercati finanziari europei. In precedenza l'applicazione di differenti principi contabili da parte di ogni Stato membro ha determinato uno scarso grado di confrontabilità dei bilanci delle imprese dell'Unione Europea, costituendo di fatto un freno allo sviluppo di tali mercati. Più precisamente, la quarta⁴ e la settima direttiva europea⁵, emanate in materia di bilancio d'esercizio e bilancio consolidato ed applicate diversamente da ogni singolo Paese, sono risultate inadeguate a garantire uno sviluppo appropriato al mercato finanziario. Esse sono state, quindi, sostituite dalla DIRETTIVA 2013/34/EU del 26 giugno 2013. L'armonizzazione delle regole contabili ha lo scopo di garantire una informativa finanziaria ed economica puntuale ed uniforme al fine di perseguire un maggior livello di trasparenza e comparabilità dei bilanci. Tra i vantaggi dell'armonizzazione contabile rientrano sicuramente:

- L'agevolazione delle transazioni a livello internazionale (quindi la disponibilità delle informazioni in merito alle decisioni di investimento assume notevole importanza);

² L'euro è stato introdotto il 1° gennaio 1999 come moneta virtuale, utilizzabile solo per pagamenti senza contanti e a fini contabili, mentre le banconote e le monete sono entrate in circolazione il 1° gennaio 2002. L'euro è la valuta ufficiale di 19 dei 28 paesi membri dell'UE. Tali paesi costituiscono la cosiddetta eurozona.

³ Alessandro Musaio, *Slides*.

⁴ IV Direttiva = Direttiva 78/660/CEE relativa ai conti annuali di taluni tipi di società – abrogata.

⁵ VII Direttiva = Direttiva 83/349/CEE relativa ai conti consolidati dei gruppi di imprese – abrogata.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Il miglior reperimento di risorse finanziarie da parte di finanziatori esteri;
- La riduzione dei costi di statuizione di nuovi principi contabili da parte dei Paesi che non hanno ancora adottato i principi contabili internazionali.

I risultati attesi dall'adozione degli IAS/IFRS risultano essere fondamentale l'aspettativa di una riduzione del costo del capitale per le imprese quotate, dovuto alla facilitazione della circolazione dei capitali e maggiori impatti su quei mercati in cui la forma primaria del finanziamento delle imprese avviene attraverso il mercato dei capitali⁶.

Sul piano nazionale, l'Italia ha recepito gli IAS/IFRS con il D.Lgs. n. 38/2005, contenente una serie di disposizioni tese ad armonizzare l'applicazione dei principi predetti con la normativa fiscale interna in materia di reddito d'impresa. Il provvedimento, in particolare, ha distinto tra soggetti obbligati a redigere il bilancio d'esercizio e consolidato sulla base dei principi contabili internazionali e soggetti cui è attribuita la facoltà di applicare gli IAS/IFRS per la redazione del bilancio. Più precisamente, l'applicazione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS è obbligatoria per i seguenti soggetti:

- Società quotate;
- Società aventi strumenti finanziari diffusi tra il pubblico;
- Istituti di credito e intermediari finanziari sottoposti a vigilanza della Banca d'Italia;
- Società finanziarie capogruppo dei gruppi bancari;
- Società di intermediazione mobiliare (SIM) e capogruppo dei gruppi di SIM;
- Società di gestione del risparmio (SGR);
- Intermediari finanziari disciplinati dal TUB;
- Istituti di moneta elettronica (IMEL) e di pagamento⁷.

Per le imprese di assicurazione, invece, l'obbligo è limitato alle sole società emittenti di strumenti finanziari quotati e che non redigono il bilancio consolidato. L'applicazione degli IAS/IFRS è invece possibile, su base facoltativa, per le società incluse in un bilancio consolidato redatto secondo tali principi, nonché per le società

⁶ Fabrizio Di Lazzaro, *Slides*.

⁷ <http://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/principi-contabili-nazionali-e-internazionali/quotidiano/2014/08/22/principi-contabili-internazionali-esteso-il-perimetro-applicativo>.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

che redigono il bilancio consolidato. Sono invece escluse dall'applicazione degli IAS/IFRS le società di capitali ammesse alla redazione del bilancio in forma abbreviata (ex. art. 2435-bis c.c.)⁸, le società di persone e le imprese individuali. Per le società diverse da quelle indicate, l'art. 4 comma 6, D.Lgs. n. 38/2005, avrebbe consentito di fruire di tale facoltà a decorrere dall'esercizio che sarebbe stato individuato con un apposito decreto interministeriale. Tuttavia, tale decreto (di competenza congiunta dei Ministeri dell'Economia e della Giustizia) non è stato mai emanato, con conseguente inoperatività della disposizione. Ciò premesso, l'art. 20, comma 2, del D.L. 91/2014, con una modifica del citato art. 4, comma 6, elimina il riferimento al previsto decreto interministeriale, consentendo pertanto alle società diverse da quelle obbligate oppure quelle che possono applicare i principi contabili internazionali non incluse in un bilancio consolidato, di redigere il bilancio d'esercizio in conformità agli IAS/IFRS senza dover attendere la relativa disposizione autorizzativa. L'intervento, previsto all'art. 20, comma 2, D.L. n. 91/2014, è teso quindi a consentire l'utilizzo dei principi contabili internazionali da parte delle società chiuse⁹, con la conseguenza che tali principi saranno applicabili in via facoltativa da parte di tutti i soggetti, con la sola esclusione di quelli che possono redigere il bilancio in forma abbreviata. L'adozione di tali principi consentirebbe di avvicinare la struttura organizzativo – contabile delle società chiuse a quelle aperte¹⁰, rendendo più agevole la possibilità di quotazione e l'accesso al mercato dei capitali¹¹.

1.1.2. Alcuni principi generali di bilancio

L'architettura dei principi contabili internazionali IAS/IFRS nell'ambito di redazione del bilancio segue un'impostazione strutturata su più livelli:

- 1) Clausola generale;
- 2) Assunti fondamentali;

⁸ Le società, che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati, possono redigere il bilancio in forma abbreviata quando, nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: (1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; (2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; (3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

⁹ Società che non fanno ricorso al capitale di rischio.

¹⁰ Società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio che, a loro volta, si dividono in: a) società con azioni quotate nei mercati regolamentati; b) società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante.

¹¹ <http://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/principi-contabili-nazionali-e-internazionali/quotidiano/2014/08/22/principi-contabili-internazionali-esteso-il-perimetro-applicativo>.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

3) Caratteristiche qualitative delle informazioni contabili.

Tali aspetti sono presentati dal “Framework – *quadro sistematico per la preparazione del bilancio*” e dallo “IAS 1 – *presentazione del bilancio*”.

Nella seguente tabella vengono illustrate brevemente le principali divergenze a livello di Framework fra la disciplina nazionale civilistica e i principi contabili internazionali IAS/IFRS¹² :

	Codice civile	IAS/IFRS
Clausola generale	Il bilancio deve essere redatto con chiarezza e deve rappresentare in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale e finanziaria della società e il risultato economico dell'esercizio	Fornire informazioni sulla situazione patrimoniale, sul risultato economico e sulle variazioni nella struttura finanziaria dell'impresa, utili ad un'ampia gamma di utilizzatori per prendere decisioni in campo economico
Destinatari del bilancio	Creditori sociali	Operatori economici
Documenti contabili	Due pilastri (Stato Patrimoniale e Conto Economico)	Tre pilastri (Stato Patrimoniale, Conto Economico e Rendiconto Finanziario)
Principi generali	Prudenza/Competenza Forma/Sostanza Costo Reddito distribuibile	Competenza/Prudenza Sostanza/Forma Fair Value Reddito potenziale

Uno degli obiettivi primari del bilancio IAS/IFRS è l'elevata qualità delle informazioni fornite. L'utilità delle informazioni contabili rappresenta la finalità o clausola generale del bilancio ed i principi generali di redazione.

¹² Fabrizio Di Lazzaro, *La performance del valore – per l'analisi aziendale*, seconda edizione, G. Giappichelli Editore, Torino, pag. 63.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Gli assunti fondamentali, detti anche assunti di base o postulati per la redazione del bilancio d'esercizio, sono il criterio della competenza¹³ ed il criterio dell'impresa in funzionamento.¹⁴

Le caratteristiche qualitative delle informazioni contabili, invece, possono essere raggruppate in due categorie. Nella prima categoria, definita di ordine fondamentale, rientrano:

- La comprensibilità: le informazioni contenute del bilancio devono essere prontamente comprensibili da parte degli utilizzatori.
- La significatività: le informazioni sono significative quando influenzano le decisioni economiche degli utilizzatori aiutandoli nella valutazione degli eventi passati, presenti e futuri, oppure confermando o correggendo valutazioni effettuate in passato.
- L'attendibilità: le informazioni devono essere prive di errori e di distorsioni rilevanti, quindi:
 - La presentazione deve essere attendibile;
 - Si predilige la prevalenza della sostanza sulla forma;
 - Devono essere rispettati i principi della neutralità, prudenza e completezza.
- La comparabilità:
 - Nel tempo;
 - Fra diverse entità;
 - Tra i principi contabili internazionali adottati e i relativi cambiamenti degli stessi nel corso del tempo;
 - Nell'introduzione di nuovi principi contabili internazionali.

Nella seconda categoria, definita di ordine secondario, rientrano:

- La rilevanza: le informazioni risultano essere rilevanti se, a causa di una loro omissione o errata presentazione, riescono ad influenzare le decisioni economiche degli utilizzatori prese sulla base del bilancio.
- La rappresentazione fedele: la maggior parte delle informazioni contabili è soggetta al rischio di non rappresentare fedelmente ciò che è oggetto

¹³ Si veda la successiva nota n. 18. pag. 12.

¹⁴ Si veda la successiva nota n. 17. pag. 12.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dell'informazione stessa. Ciò non è dovuto a pregiudizi, ma alla difficoltà nell'utilizzare le tecniche di identificazione, di valutazione e di presentazione delle operazioni economiche indicate nel bilancio.

- La prevalenza della sostanza sulla forma: a differenza di quanto previsto dal legislatore civilistico, che si sofferma sulla forma, i principi internazionali prediligono l'aspetto sostanziale del documento contabile.
- La neutralità: il bilancio deve fondarsi su principi contabili indipendenti ed imparziali rivolti a tutti i destinatari, senza favorire gli interessi o le esigenze di particolari gruppi.
- La prudenza: mentre per il legislatore civilistico rappresenta un principio cardine, per i principi IAS/IFRS è inteso come un aspetto secondario.
- La completezza: le informazioni devono essere complete al fine di non fornire dati forvianti o falsi e quindi inattendibili e privi della qualità della stessa significatività¹⁵.

In sintesi, oltre al precedente obiettivo¹⁶, il bilancio, redatto secondo i principi internazionali, stima la capacità dell'entità di generare flussi finanziari fornendo informazioni per competenza economica in condizioni di continuità aziendale. Il bilancio, quindi, deve essere redatto nell'ottica di un'entità in funzionamento¹⁷ e l'organo esecutivo, per assolvere a tale compito, deve tener conto di tutte le informazioni disponibili sul futuro, considerando un arco temporale minimo di dodici mesi successivi alla data di chiusura dell'esercizio. La contabilizzazione delle voci avviene per competenza¹⁸, cioè si rilevano le voci come attività, passività, patrimonio netto, ricavi e costi quando questi soddisfano le definizioni e i criteri di rilevazione previsti dal Framework¹⁹.

¹⁵ Le due categorie delle caratteristiche qualitative delle informazioni contabili sono state reperite da: Fabrizio Di Lazzaro, *La performance del valore – per l'analisi aziendale*, seconda edizione, G.Giappichelli Editore, Torino, pag. 56/57 e da IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 782/788.

¹⁶ Si ricorda che il principale obiettivo di un bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali è quello di fornire informazioni di alta qualità.

¹⁷ Si veda la precedente nota n. 14, pag. 11.

¹⁸ Si veda la precedente nota n. 13, pag. 11.

¹⁹ IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 9.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Il bilancio, inoltre, espone i risultati della gestione da parte della direzione aziendale sulle risorse ad essa affidate. Per raggiungere tale finalità, il bilancio fornisce le informazioni sui seguenti elementi dell'entità:

	IAS/IFRS
Attività	Risorse controllate dall'impresa, risultato di operazioni svolte in passato, dalle quali sono attesi futuri benefici economici per l'impresa
Passività	Obbligazioni attuali dell'impresa nascenti da operazioni svolte in passato, il cui regolamento porterà alla fuoriuscita dall'impresa di risorse economiche che costituiscono benefici economici
Patrimonio netto	Valore residuo delle attività dell'impresa dopo aver detratto tutte le passività con autonoma collocazione in bilancio
Ricavi	Incrementi dei benefici economici nel corso dell'esercizio sotto forma di afflusso o rivalutazione di attività o di decremento delle passività; essi trovano riscontro nell'incremento della parte del patrimonio netto diversa da quella originariamente conferita dai partecipanti al capitale
Costi	Decrementi dei benefici economici nel corso dell'esercizio sotto forma di deflusso o svalutazione di attività o di incremento di passività; essi trovano riscontro nel decremento della parte del patrimonio netto diversa da quella originariamente conferita dai partecipanti al capitale ²⁰

Per quanto concerne i criteri di valutazione delle poste di bilancio esse vengono rilevate al costo storico, al costo corrente, al valore di realizzo e al valore attuale. Nelle prossime pagine, inoltre, verrà preso in considerazione anche il principio del fair value attraverso il principio contabile internazionale "IFRS 13 – fair value measurement"²¹.

²⁰ Definizioni reperite da Framework: attività §49.b, passività §49.b, patrimonio netto §49.c, ricavi §70.a, costi §70.b.

²¹ Si veda la nota n. 87. pag. 40.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Pertanto vi è una precisa indicazione nell'iscrizione in bilancio di tali elementi grazie allo IAS 1 che fornisce la base di rappresentazione del bilancio, delle sue componenti e dei requisiti minimi per illustrare i relativi prospetti²². Esso dispone che un'informativa di bilancio completa debba include:

- a) Un prospetto della situazione patrimoniale - finanziaria alla fine dell'esercizio;
- b) Un prospetto di conto economico complessivo dell'esercizio;
- c) Un prospetto delle variazioni di patrimonio netto dell'esercizio;
- d) Un rendiconto finanziario dell'esercizio;
- e) Note, contenenti un elenco dei principi contabili rilevanti e altre informazioni esplicative;
- f) Un prospetto della situazione patrimoniale - finanziaria all'inizio del primo esercizio comparativo quando un'entità applica un principio contabile retroattivamente o ridetermina retroattivamente le voci nel proprio bilancio, o quando riclassifica le voci nel proprio bilancio²³.

Oltre ai precedenti documenti, le entità possono presentare:

- a) La relazione degli amministratori, che indica le fonti di finanziamento dell'entità e il rapporto atteso tra le passività e il patrimonio netto, la politica di sviluppo e le politiche di gestione del rischio, i punti di forza e le risorse disponibili ed i fattori che hanno contribuito a realizzare il risultato di esercizio;
- b) Altri rendiconti e documenti quali bilanci ambientali e sociali, presentati al di fuori del bilancio d'esercizio che non rientrano nell'ambito degli IFRS²⁴.

Riprendendo quanto detto in precedenza, abbiamo detto che il Framework considera gli elementi di struttura del bilancio di esercizio. Tali elementi sono correlati alla misurazione della situazione patrimoniale ed alla valutazione del risultato di

²² IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 4.

²³ IAS 1 paragrafo 10 parti del bilancio.

²⁴ Lo IASB ha approvato a dicembre 2010 il documento IFRS Practice Statement n.1, Management commentary, che fornisce un quadro generale per la redazione della relazione degli amministratori. Per ulteriori delucidazioni, si prenda visione: IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 7.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

esercizio. Gli elementi direttamente correlati alla misurazione della situazione patrimoniale risultano essere le attività, le passività ed il patrimonio netto. Mentre gli elementi direttamente correlati alla valutazione del risultato di esercizio sono i ricavi, i costi e le rettifiche per la conservazione del capitale²⁵. Per quanto concerne la conservazione del capitale bisogna distinguere il capitale in finanziario e fisico. Più specificamente:

- Conservazione del capitale finanziario, dove viene conseguito l'utile solo se l'attivo di fine dell'esercizio risulta superiore all'attivo netto di inizio esercizio, escludendo qualsiasi distribuzione ai soci e contributo da parte di questi avvenuto nel periodo;
- Conservazione del capitale fisico, dove viene conseguito l'utile solo se la capacità produttiva operativa in chiusura dell'esercizio risulta superiore alla capacità produttiva fisica all'inizio dell'esercizio, dopo aver escluso qualsiasi distribuzione ai soci e contributo da parte di essi avvenuto nel periodo²⁶.

1.2. Le Public Utilities

In questo paragrafo tratteremo lo studio delle Public Utilities, particolari imprese specializzate nell'erogazione di servizi che svolgono la loro attività per il conseguimento del benessere sociale nell'ambito di una comunità. Nel corso degli anni, i settori delle Public Utilities hanno registrato un'evoluzione legislativa con una serie di provvedimenti per cui la maggior parte di esse si sono trasformate, sia in ambito nazionale sia in quello internazionale, da Enti pubblici e/o statali in imprese privatizzate, ovvero partecipate dallo Stato. In questa tesi viene considerato unicamente il caso nazionale, in particolare il processo evolutivo di tali imprese dall'impresa organo alle privatizzazioni.

Come detto in precedenza l'applicazione degli IAS/IFRS si è resa necessaria per uniformare le regole di contabilizzazione tra tutte le entità aderenti. Interessante è il caso delle società che operano in particolari settori caratterizzati da un'elevata dinamicità, quali le Public Utilities. Con questo termine, più specificatamente, si fa riferimento a tutte quelle imprese che si occupano dell'erogazione e della gestione

²⁵ IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 789.

²⁶ Fabrizio Di Lazzaro, *Slides*.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dei servizi pubblici ed ambientali alla comunità; dunque, dalla distribuzione di energia elettrica e di gas, alla gestione e manutenzione delle acque potabili e delle aree verdi, fino al trattamento e allo smaltimento dei rifiuti.²⁷ In sintesi si può affermare che la decisione di includere un settore produttivo tra le Public Utilities dipende dalla valutazione della utilità sociale e dalle esternalità positive generate, sia intervenendo nelle funzioni di produzione delle imprese sia influenzando le funzioni di utilità dei consumatori, generando un incremento del benessere sociale complessivo. Quindi i settori generalmente trattati nelle Public Utilities risultano essere:

1. Gas naturale;
2. Energia elettrica;
3. Acqua;
4. Raccolta, gestione e smaltimento dei rifiuti;
5. Trasporto aereo;
6. Trasporto ferroviario;
7. Trasporti pubblici locali;
8. Telecomunicazioni²⁸.

Tali settori sono stati caratterizzati da una serie continua di provvedimenti legislativi e di privatizzazioni che hanno messo in evidenza la loro considerevole dinamicità, sia in ambito nazionale sia a livello internazionale. Nel corso degli anni si è registrata una profonda trasformazione che si è evoluta dai modelli tradizionali del sistema pubblico e monopolistico a modelli privatizzati con partecipazioni statali verso le molteplici sfide generatrici della crescente concorrenza. Tale dinamismo, caratterizzante di ogni settore rientrante nella sfera delle Public Utilities, risulta tanto più rilevante ed interessante se confrontato con la sostanziale stabilità ed uniformità di comportamenti adottati dalle diverse imprese, presenti nei vari sistemi giuridici e geografici. La liberalizzazione del mercato, le nuove regolamentazioni, le fusioni d'azienda, la nascita di nuovi competitors e l'outsourcing sono alcuni esempi che hanno condotto al cambiamento profondo del quadro di riferimento. Vengono

²⁷ Francesco Giunta, Marcella Mulazzani, *Le analisi dei bilanci delle società di Public Utilities. Effetti del passaggio agli IAS/IFRS*, Franco Angeli, pag. 1.

²⁸ Roberto Fazioli, *Economia delle public utilities – l'evoluzione dell'intervento pubblico di regolazione, liberalizzazione e privatizzazione*, libreriauniversitaria.it edizioni, pag. 331.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

sempre più premiati le dimensioni e l'efficienza operativa, inoltre le principali operazioni sono finalizzate a massimizzare l'estrazione di valore da un più efficace presidio delle diverse fasi della catena, sia a livello upstream (ovvero produzione e importazione di materie prime, gas ed energia elettrica), sia a livello downstream (distribuzione e vendita ai clienti finali). Pertanto, oggi più che mai, adottare strategie e tecniche di marketing e pricing vincenti è un fattore di vitale importanza per mantenere ed ampliare il proprio bacino d'utenza²⁹.

Prima della privatizzazione, in Italia l'intervento pubblico prevedeva tre principali figure:

- 1) Le imprese-organo;
- 2) Le imprese-enti pubblici economici;
- 3) Le società private a partecipazione pubblica.

L'impresa-organo è caratterizzata da una autonoma personalità giuridica dove il soggetto giuridico è rappresentato dallo Stato che ne assume la titolarità. Ciò significa che possiede una piena disponibilità dei beni patrimoniali, ha una propria contabilità, redige un proprio bilancio, prevede una speciale regolamentazione del proprio personale, ha la possibilità di ricorrere a fonti proprie di finanziamento, alla finanza pubblica e all'autofinanziamento. La categoria rappresentata dall'impresa-organo può essere distinta in due sottocategorie: azienda autonoma (Zecca dello Stato, arsenali militari ed altri enti che gestiscono servizi in economia) ed azienda speciale (aziende che agiscono in regime di monopolio legale).

Le imprese-enti pubblici economici sono enti pubblici separati dallo Stato, ma sottoposti alla direzione e controllo da parte di uno o più Ministeri. Esse operano secondo norme di diritto privato, mentre i rapporti con l'Amministrazione Statale sono regolamentati dalle norme di diritto pubblico. Storicamente i più importanti enti pubblici si sono occupati dei sotto indicati settori:

- Della fornitura dell'energia elettrica, con la nascita dell'Ente Nazionale per l'energia elettrica (ENEL);
- Assicurativi, con l'Istituto Nazionale Assicurazioni (INA), sorto nel 1912;

²⁹ Tesi di laurea in analisi e progettazione dei processi organizzativi Is *"Il settore Energy & Utilities: un modello di business per il recupero dell'efficienza nella gestione del Cliente"*, Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale, ALMA MATER STUDIORUM – Università degli studi di Bologna.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Creditizi, con la Banca d'Italia, il Banco di Napoli, il Banco di Sicilia, il Monte dei Paschi di Siena, l'Istituto S. P. di Torino, la Banca Nazionale del Lavoro (BNL) e l'Istituto Mobiliare Italiano (IMI), istituito nel 1931;
- Industriale, con la nascita dell'Istituto per la Ricostruzione Industriale (IRI), come primo elemento del complesso sistema delle partecipazioni statali, a cui si aggiunse successivamente l'Ente Nazionali Idrocarburi (ENI).

In questo modo lo Stato affida ad appositi enti pubblici la gestione di determinate attività, ritenute strategicamente fondamentali per l'economia del Paese. Anche gli enti pubblici possono essere distinti in tre sottocategorie: enti che gestiscono direttamente le imprese, enti che gestiscono le imprese tramite le partecipazioni finanziarie (esempi di queste due sottocategorie sono gli enti pubblici che hanno operato, o continuano ad operare, nei settori dell'agricoltura, dei trasporti, dell'industria e dell'energia) ed infine enti pubblici che assolvono una funzione amministrativa, in un determinato settore dell'economia, con il compito di sovvenire, dirigere e controllare imprese private industriali e commerciali (tali enti operano in base a precise disposizioni di legge e sotto la vigilanza dell'autorità pubblica). L'ultima modalità di intervento pubblico è rappresentata dalle società di diritto privato a partecipazione pubblica, che possiedono personalità giuridica di diritto privato. È utile precisare che l'unico collegamento con l'Amministrazione Pubblica è rappresentato dall'assemblea degli azionisti in cui la maggioranza è detenuta dall'ente pubblico che detiene il pacchetto di comando e nomina gli amministratori della società. Anche in questo caso, si presentano due sottocategorie: società a totale partecipazione pubblica e società di economia mista³⁰.

Gli Stati, gli enti locali e regionali forniscono, direttamente o attraverso imprese da loro controllate, beni e servizi alla collettività. Per assolvere tale compito, sono state intraprese scelte di carattere politico ed economico, dovute anche in risposta alle problematiche emerse in caso di:

³⁰Dispensa per il corso di Economia delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche I, Anno Accademico 2004/2005, *L'evoluzione dell'intervento pubblico nell'economia e le privatizzazioni*, Fabrizio Panozzo, Università Ca' Foscari di Venezia, pag. 1/5.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Fallimenti di mercato³¹;
- Scelte istituzionali di public policy³²;
- Fallimenti di imprese private con gravi conseguenze industriali e/o sociali.

L'intervento pubblico diretto è il risultato di motivazioni di strategie di public policy (derivanti da scelte pubbliche sulla meritorietà del bene o del servizio o a causa di fallimenti di mercato) oppure di fallimenti di imprese di rilevante impatto economico-industriale. Nel primo caso, nasce un'impresa pubblica che opera in regime di riserva di legge (una sorta di monopolio legale regolato) mentre, nel secondo caso, nasce l'impresa a partecipazioni statali (IRI, ENI, EFIM,...) che opera solitamente con il modello di grandi holding industriali pubbliche. L'elemento in comune di tali processi di sviluppo è proprio quello di concentrarsi su tutta la filiera industriale e quindi nazionalizzare il processo produttivo³³. Inoltre, la concentrazione dell'impresa su tutta la filiera industriale comporta molteplici aspetti e bisogna, quindi, capire se l'impresa vuole compiere tutte le attività oppure incaricare parte delle stesse al mercato. Già nel 1937 Ronald Coase³⁴ osservava come il mercato, per il suo funzionamento, generi costi d'uso. Quando questi costi (inevitabili) superano una determinata soglia, il meccanismo di mercato entra in crisi: ed è a questo punto che entra in gioco l'impresa, capace di offrire una regolamentazione propria là dove il mercato non vi riesce più. Se i costi di organizzazione e di coordinamento interno risultano essere inferiori ai costi di transazione, allora deve esserci l'impresa, in caso contrario, si avrebbe razionalità a rivolgersi a fornitori specializzati presenti nel mercato. In definitiva l'impresa tenderà ad espandersi fino a che i costi per organizzare una transazione in più, all'interno della stessa impresa, diventano uguali ai costi di effettuare la stessa transazione mediante uno scambio sul mercato aperto³⁵. In estrema sintesi, quindi, i due archetipi organizzativi risultano essere il mercato,

³¹Le relazioni di mercato falliscono quando sono soggette a: opportunismo, specificità delle risorse, incertezza e alta frequenza delle transazioni. David J. Collis Cynthia A. Montgomery Giorgio Invernizzi Mario Molteni, *Corporate level strategy – generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill, terza edizione, pag. 199.

³²Una politica pubblica è un piano di azioni coordinate che permette di guidare le decisioni e le azioni di una pluralità di attori, e di ottenere esiti razionali. Il termine "politica" può essere applicato a governi e amministrazioni pubbliche, ma anche a organizzazioni del settore privato.

³³Roberto Fazioli, *Economia delle public utilities – l'evoluzione dell'intervento pubblico di regolazione, liberalizzazione e privatizzazione*, libreriauniversitaria.it edizioni, pag. 75/79.

³⁴Ronald Coase, Premio Nobel nel 1991 per un articolo scritto nel 1937 "the nature of the firm".

³⁵Articolo di Ronald Coase: "the nature of the firm".

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dove il sistema dei prezzi aiuta a coordinare il flusso di beni e servizi tra entità distinte, e la gerarchia, dove i beni e servizi vengono prodotti e scambiati entro i confini dell'azienda stessa³⁶.

La seguente tabella illustra i benefici e i costi dei suddetti modelli organizzativi³⁷:

	Mercato	Gerarchia
Benefici	Efficienza informativa Forti incentivi	Autorità Proprietà unificata Coordinamento
Costi	Costi di transazione Inseparabilità Mercato delle informazioni Conoscenze tacite Potere di mercato	Burocrazia Costi di agenzia: <ul style="list-style-type: none"> • azzardo morale • selezione avversa

Senza entrare nel merito delle funzioni compiute dallo Stato e dagli enti pubblici, le difficoltà di controllo sulle performance dei manager e dell'azienda stessa hanno portato a ritenere necessari processi di privatizzazioni. Le privatizzazioni hanno permesso la trasformazione della forma giuridica degli enti pubblici e delle aziende municipalizzate, da soggetti di diritto pubblico ad entità di diritto privato, massimizzando il benessere sociale ed introducendo sul mercato finanziario nuove realtà imprenditoriali che fungono da stimolo per il progresso del Paese.

Il ridimensionamento dell'intervento pubblico diretto è dovuto:

1. Dall'inefficienza anche burocratica dell'impresa pubblica;
2. Dagli inefficaci stimoli nell'impresa pubblica;
3. Dall'evoluzioni tecnologiche settoriali;
4. Dall'allargamento istituzionale dei mercati di riferimento;
5. Dalle scelte di dismissioni come obiettivo di finanza pubblica;

³⁶ David J. Collis Cynthia A. Montgomery Giorgio Invernizzi Mario Molteni, *Corporate level strategy – generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill, terza edizione, pag. 194.

³⁷ *Ibidem*, pag 211.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

6. Dall'ampliamento della partecipazione alla proprietà, cioè l'offerta pubblica di vendita per la creazione di public company³⁸.

Oggigiorno, grazie al superamento dei tradizionali modelli del sistema pubblico e monopolistico, le privatizzazioni hanno interessato molte delle società pubbliche strategicamente importanti per l'economia del Paese:

- L'Alitalia;
- Le Poste Italiane Spa;
- L'Istituto Poligrafico e della Zecca dello Stato;
- Fincantieri;
- Enel.

L'**Alitalia** è stata fondata il 16 settembre 1946 ed ha effettuato il suo primo volo il 5 maggio del 1947. Dopo circa 40 anni di florida attività è iniziata la decadenza della principale compagnia aerea Nazionale; infatti, la prima grave crisi risale agli anni Novanta e, l'allora governo Prodi, al fine di marginare questa decadenza, dà il via alla prima privatizzazione. Sino ad allora il pacchetto azionario della Compagnia di bandiera era detenuto totalmente dallo Stato (prima IRI e successivamente dal Ministero del Tesoro). Con la privatizzazione lo Stato ha immesso sul mercato circa il 37% delle azioni societarie (di cui poco più del 20% sarebbe stato acquistato dai dipendenti Alitalia) mantenendo, però, la maggioranza della compagnia³⁹. Successivamente nel 2008, le trattative con Air France per l'acquisto del pacchetto azionario di Alitalia falliscono. Dopo un febbrile dibattito politico viene costituito un gruppo di aziende italiane, la cordata Cai, Compagnia Aerea Italiana⁴⁰, che ha rilevato la società Alitalia. La cordata ha elaborato il c.d. "*piano Fenice*"⁴¹ secondo il quale i 16 soci, a fronte di un investimento previsto di oltre 1 miliardo di euro, si sono impegnati a mantenere le proprie quote azionarie per 5 anni. Il 13 gennaio 2009 "*decolla*" il primo volo della nuova compagnia ma, nei primi sei mesi del 2013, il bilancio della società ha registrato una perdita di 294 milioni con una mancanza di

³⁸ Roberto Fazioli, *Economia delle public utilities – l'evoluzione dell'intervento pubblico di regolazione, liberalizzazione e privatizzazione*, libreriauniversitaria.it edizioni, pag. 133/155.

³⁹ Fonte: Corriere della sera del 19 giugno 1996.

⁴⁰ Fonte: Sole 24 ore del 26 agosto 2008.

⁴¹ Fonte: Affariitaliani.it del 27 settembre 2008.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

liquidità tale da far rimanere “*a terra*” la flotta aerea per mancanza di rifornimenti. Per far fronte a tali problematiche viene deliberato un aumento del capitale sociale con l'entrata di un nuovo socio: Poste Italiane Spa. Nel 2014 il CdA di Alitalia-Cai ha approvato gli ultimi adempimenti al fine di trasferire, dalla mezzanotte del 31 dicembre dello stesso anno, tutti gli assets (beni mobili ed immobili, come gli aerei, i dipendenti, il marchio, e i rapporti commerciali in essere) ad Alitalia-Società Aerea Italiana Spa. Questo ha permesso l'ingresso di Etihad che ha acquistato il 49% del capitale della nuova società, con un aumento di capitale da 387 milioni di euro, mentre il 51% è rimasto nelle mani di Alitalia-Cai tramite una controllata, la Midco Spa, creata per far partecipare alla ricapitalizzazione della società da parte di Poste Italiane Spa. Dopo il passaggio di consegne, la nuova società è divenuta operativa un minuto dopo la mezzanotte tra il 31 dicembre 2014 e il 1° gennaio 2015⁴².

Le **Poste Italiane** nascono come ente pubblico durante il Regno di Sardegna per gestire, in regime di monopoli, i servizi postali e telegrafici per conto dello Stato. Nel 1889 è stato istituito un apposito Ministero delle Poste e Telegrafi e, nel 1997, a seguito di un processo di privatizzazione, la società si è trasformata in Poste Italiane Spa, sviluppando nel tempo le divisioni che costituiscono l'attuale assetto societario del gruppo. L'evoluzione societaria è tutt'ora in corso difatti, l'attuale ministro dell'Economia, Pier Carlo Padoan, è intenzionato a rendere operativo l'elaborato del 2013 relativo al piano di dismissione delle partecipazioni pubbliche, effettuato dai suoi predecessori (Enrico Letta e Fabrizio Saccomanni). L'azienda, nel corso degli anni, ha subito un lungo processo di riorganizzazione: la ristrutturazione delle Poste è avvenuta grazie al progressivo spostamento del personale dalle aree di business più tradizionali (il recapito della corrispondenza) ai servizi di nuova generazione (come la vendita di prodotti finanziari e assicurativi, creando le divisioni Bancoposta e Poste Vita). La società, inoltre, ha intenzione di quotarsi in borsa e, grazie ai profitti garantiti dai servizi finanziari che le permette di avere un utile netto di circa un miliardo di euro all'anno, fa ben sperare sul buon esito del collocamento sul listino⁴³. Secondo le previsioni, Poste Italiane Spa entrerà nel mercato regolamentato alla fine del mese di Novembre. Il 40% del capitale sarà oggetto di contrattazioni di mercato,

⁴² Il sole 24 Ore del 30 dicembre 2014.

⁴³ Panorama del 25 marzo 2014.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

con un limite del possesso azionario fissato al 5% e con quote rilevanti riservate ai dipendenti e al mercato retail dei piccoli risparmiatori. La società ha chiuso l'esercizio 2014 con un fatturato di oltre 29 miliardi di euro, in crescita rispetto ai 26 miliardi di euro realizzati nel 2013, ma si è registrato un utile netto ridotto di circa del 79% rispetto all'anno precedente, a causa di alcuni oneri straordinari generati dal processo di ristrutturazione aziendale e delle valutazioni della quota detenuta dalla società in Alitalia⁴⁴. Attualmente Poste Italiane Spa è la più importante azienda postale italiana ed è attiva tramite le controllate: Postel, Poste Vita, PosteShop, Postemobile, Sda Express Courier, poste Assicura, Europa Gestioni Immobiliari, Mistral Air, Postecom, BancoPosta Fondi Sgr, Poste Tutela e Poste Energia. Nel complesso Poste Italiane Spa impiega circa 152 mila lavoratori, distribuiti nelle 140 filiali⁴⁵.

L'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato Spa è un'azienda industriale che ha, come scopo primario, la realizzazione di prodotti grafici, di cartotecnica, carta e cellulosa, monete, medaglie, sigilli, timbri e targhe automobilistiche nell'interesse dello Stato. Può, inoltre, vendere i suoi prodotti alle aziende autonome dello Stato, a enti, a privati italiani e stranieri. L'Istituto Poligrafico dello Stato nasce nel 1928 e acquisisce, nel 1978, la sezione Zecca. Nel 2002 l'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato, IPZS, diventa SpA, con azionista unico il Ministero dell'Economia e delle Finanze⁴⁶. Già nel luglio del 1996, il ministero del Tesoro affida alla Vitale Borghesi & co l'incarico di consulente finanziario per l'analisi della situazione economico patrimoniale dell'istituto e delle sue società collegate in previsione della privatizzazione⁴⁷. Successivamente ed in linea al percorso comune in tutta Europa, che vede i vari poligrafici ceduti a privati, anche il nostro Paese con il Dpef, il Documento di Programmazione Economica Finanziaria⁴⁸, per gli anni 2008/2011, viene stabilita la cessione, e quindi l'immissione sul mercato regolamentato, delle quote dell'Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato. Attualmente, in seguito alla diffusione dell'uso di tecnologie avanzate, l'Istituto ha esteso la sua attività

⁴⁴ Panorama del 11 agosto 2015.

⁴⁵ Il Sole 24 Ore del 28 luglio 2015.

⁴⁶ Fonte: sito ufficiale IPZS.

⁴⁷ La repubblica del 20 luglio 1996.

⁴⁸ Milano Finanza del 2 luglio 2007.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

produttiva alla cartografia computerizzata, alle banche dati telematiche ed ai servizi Internet per la Pubblica Amministrazione e per enti e società private.

Fincantieri S.p.A. è un'azienda pubblica italiana che rappresenta uno dei più importanti complessi cantieristici navali, sia civili e sia militari, d'Europa e del mondo. Già di proprietà dell'IRI fin dalla sua fondazione (29 dicembre 1959), è oggi controllata 72,5% da Fintecna Spa, finanziaria del Ministero dell'Economia e delle Finanze. Il 16 giugno 2014 è iniziata l'offerta pubblica di vendita delle azioni per chiudersi il 27 dello stesso mese con il collocamento istituzionale (pari all'80%) e l'offerta rivolta ai dipendenti Fincantieri residenti in Italia (pari al 20%)⁴⁹. Il primo giorno della quotazione in borsa, il titolo Fincantieri ha chiuso con un incremento del solo +0,06%, difatti gli investitori istituzionali non hanno sottoscritto, al collocamento, le azioni in offerta (giovedì 26 giugno i grandi fondi esteri, all'incontro Aifi di Londra, erano decisamente scettici). L'emittente, Fintecna e Cassa Depositi e Prestiti, è stata costretta a prendere tre decisioni: ridurre l'ammontare dell'offerta, aumentare la quota destinata ai risparmiatori (dal 20% all'80,1%) e rinunciare alla vendita (dunque all'incasso per il pubblico) concentrandosi solo sull'aumento di capitale. Quindi, la prima fase del collocamento in Borsa dei titoli Fincantieri, si è risolta in un mezzo flop, con i piccoli risparmiatori chiamati a farsi carico delle azioni non piazzate presso gli investitori istituzionali che evidentemente non le hanno giudicate abbastanza convenienti. Molto probabilmente la valutazione negativa dei grandi investitori, soprattutto esteri, è dovuta alla modalità di conteggio dei debiti e alla posizione finanziaria non perfettamente in linea con le regole della vigilanza europea. Di sicuro non ha aiutato la tempistica dell'operazione anche perché, in quel periodo, ci sono verificati gli aumenti di capitale del Monte dei Paschi di Siena e le quotazioni di Fineco e Cerved. Oggi si è ancora in attesa che le aspettative degli investitori istituzionali migliorino.

⁴⁹ Economia & finanza del 13 giugno 2014.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CAPITOLO 2

TEORIA CLASSICA DELLA FINANZA

2.1. Teoria classica della finanza

In questo capitolo si prenderanno in considerazione i soggetti che forniscono il capitale all'azienda. I fondamentali della teoria classica della finanza, basata sulla visione dell'impresa come semplice insieme di flussi finanziari ridotti dagli investimenti e l'assunto che il modo in cui l'impresa finanzia i propri investimenti senza dover influenzare i suoi rendimenti, sono sempre stati considerati i pilastri della concezione generale dell'economia. Tale specificazione è possibile riscontrarla nei teoremi di Modigliani e Miller, con i quali affermano proprio questo concetto: la struttura del capitale e la distribuzione dei dividendi non influenzano né i flussi di liquidità dell'impresa, né la percezione degli investitori, quindi essi non hanno alcuna influenza sul valore di mercato dell'impresa. La teoria classica, benché fosse stata per diversi anni accettata da molti economisti a livello internazionale, è risultata essere troppo incompleta, in quanto non rispecchiante la realtà. Il metodo di finanziamento, difatti, può influenzare i redditi generati agendo sugli incentivi e sui comportamenti dei dirigenti, proprietari ed investitori. Tra le numerose considerazioni rientra certamente il fenomeno delle grandi acquisizioni e scalate ostili, che si è verificato principalmente negli Stati Uniti tra il 1980 e gli inizi del 1990. La precedente teoria, fondamentalmente, non ha considerato un chiaro aspetto basilare: i titoli finanziari non sono semplici diritti sui flussi di profitto ma danno, ai loro possessori, il potere decisionale e di controllo, oggetto di notevole interesse da parte di molti investitori. Comunque grazie al modello media e varianza, tutt'oggi ancora utilizzato in merito alla valutazione dei titoli, è possibile effettuare delle prime analisi da parte degli investitori al fine di verificare il potenziale rendimento dei titoli, azioni ed obbligazioni che siano.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2.1.1. *Modigliani-Miller*

In finanza, il teorema di Modigliani-Miller costituisce la base della teoria della struttura del capitale. Sinteticamente il teorema afferma che, in un mercato efficiente, il valore di una impresa non viene influenzato in alcun modo dalla modalità in cui l'impresa viene finanziata e dalla propria scelta di politica di dividendi. Affinché un mercato risulti essere efficiente, devono sussistere le seguenti condizioni: assenza di tasse, assenza di costi di fallimento ed assenza di asimmetrie informative. La differenza principale tra indebitamento ed emissione azionaria risiede nel semplice fatto che bisogna rimborsare completamente qualsiasi prestito prima che gli azionisti possano riscuotere gli eventuali dividendi. Una volta rimborsato il debito, i detentori di azioni avranno il diritto alla ripartizione degli utili residui, in proporzione al numero di azioni in possesso. Analiticamente, se gli utili complessivi dell'impresa risultano essere pari alla grandezza stocastica X e l'indebitamento ammonta a B , gli azionisti riceveranno il rendimento residuo che è pari a:

$$X - B(1 + r)$$

Vale a dire qualsiasi utile rimasto dopo aver rimborsato i creditori $B(1 + r)$, cioè l'ammontare del credito ottenuto e gli eventuali interessi. La somma P , che gli azionisti saranno disposti a pagare per assicurarsi il diritto sugli utili netti, viene definita invece dalla seguente formula:

$$P[X - B(1 + r)]$$

L'ammontare totale che gli azionisti e i finanziatori esterni pagheranno all'impresa in cambio della sua promessa di pagare ad ognuno di essi la quota spettante di profitto X è:

$$B + P[X - B(1 + r)]$$

Questo rappresenta il valore dell'impresa.⁵⁰

Per meglio chiarire il concetto sopra rappresentato, si può enunciare con un semplice esempio numerico. Consideriamo un investitore, che chiameremo d'ora in avanti agente, il quale ha intenzione di ricevere un ipotetico rendimento pari al $0,05X$. Nel mercato sono presenti due imprese analoghe: l'impresa Alfa che è completamente finanziata con il proprio capitale sociale, invece l'impresa Beta che fa ricorso sia

⁵⁰ Milgrom P. Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I. II. Mulino, pag. 664/667.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

all'emissione di azioni che al credito. Il valore della prima impresa è pari a 100 (equity) come quello della seconda (40 equity e 60 debito).

L'agente può decidere di:

- Acquistare il 5% delle azioni dell'impresa Alfa $\rightarrow 0,05 (100) = 5$
- Oppure acquistare il 5% delle azioni dell'impresa Beta per $0,05P[X - B(1 + r)]$ e il 5% delle obbligazioni della stessa impresa per $0,05B$, quindi $\rightarrow 0,05(40) + 0,05(60) = 2 + 3 = 5$

Come mostrato nel precedente esempio, il primo teorema di Modigliani-Miller stabilisce le condizioni in cui la scelta tra l'emissione di debito e l'emissione di azioni per finanziare un dato livello di investimento non influisce sul valore di un'impresa, cosicché non esiste un rapporto ottimale di indebitamento rispetto ai mezzi propri. La politica finanziaria di un'impresa, quindi, non può mai (da sola) influenzarne il valore di mercato. Semplificando, l'impresa può indebitarsi massicciamente nei confronti di banche ed istituti di credito oppure emettere junk bonds, senza alcuna conseguenza per il suo valore di mercato⁵¹.

Ora supponiamo che il reddito totale X a disposizione dell'impresa non sia influenzato dalle sue decisioni finanziarie e che gli investitori possono ottenere credito alle stesse condizioni dell'impresa. Sotto queste condizioni, il secondo teorema di Modigliani-Miller afferma che la politica dei dividendi scelta dall'impresa non può esercitare alcun effetto sul suo valore di mercato e quindi non esiste un rapporto ottimale tra dividendi e utili.

2.1.2. Il modello media e varianza

Nel modello finanziario classico i rendimenti attesi di un'impresa sono alti solo se sono in grado di attirare il mercato, vale a dire gli investitori che acquistano e vendono quote delle varie imprese presenti sui mercati finanziari. Nel prendere queste decisioni utilizzano il modello medio e varianza. Il processo di selezione di portafoglio in ambito media-varianza soddisfa i criteri di razionalità nelle proprie

⁵¹ Milgrom P. Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I. II. Mulino, pag. 667.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

scelte di investimento. Nell'insieme delle opportunità⁵², un'opportunità di frontiera è definita come l'opportunità che minimizza la rischiosità (varianza o covarianza) tra tutte le opportunità che hanno stesso valore atteso (o media). Su tale frontiera, inoltre, è possibile definire un'opportunità efficiente, cioè ogni opportunità di frontiera che ha massimo valore atteso fra tutte le opportunità aventi uguale rischiosità⁵³. L'esistenza della frontiera efficiente è stata introdotta da Markowitz, il quale ha dimostrato analiticamente i vantaggi ottenibili dall'investimento della ricchezza in un portafoglio di titoli, evidenziando il ruolo svolto dalla diversificazione⁵⁴. Le ipotesi sul funzionamento di questo modello di mercato, il Capital Asset Pricing Model (CAPM) che individua una relazione tra rischio (la varianza oppure la deviazione standard o scarto quadratico medio) e rendimento (media o valore atteso), possono essere sintetizzate nei seguenti punti:

- Sono assenti costi di transazione e gravami fiscali;
- I titoli sono infinitamente divisibili;
- Sono consentite le vendite allo scoperto;
- Gli agenti sono massimizzatori di profitto ed avversi al rischio;
- Gli agenti sono price taker;
- I prezzi si formano come risultato dell'equilibrio tra le spinte aggregate della domanda e dell'offerta;
- I mercati dei capitali sono perfetti, cioè l'agente può acquistare o vendere qualsiasi volume di un'attività senza influenzarne il prezzo e senza incorrere in costi di transazione significativi;
- Le caratteristiche probabilistiche che determinano le decisioni degli agenti sono le medie, le varianze e le covarianze dei rendimenti;
- Le aspettative degli agenti sono omogenee⁵⁵.

Il modello media e varianza si fonda fondamentalmente su tre ipotesi base:

⁵² L'insieme delle opportunità è l'insieme delle posizioni patrimoniali raggiungibili dall'investitore o agente in un dato tempo t .

⁵³ Gilberto Castellani Massimo De Felice Franco Moriconi, *Manuale di finanza – Il teoria del portafoglio e mercato azionario*, il Mulino, pag. 92.

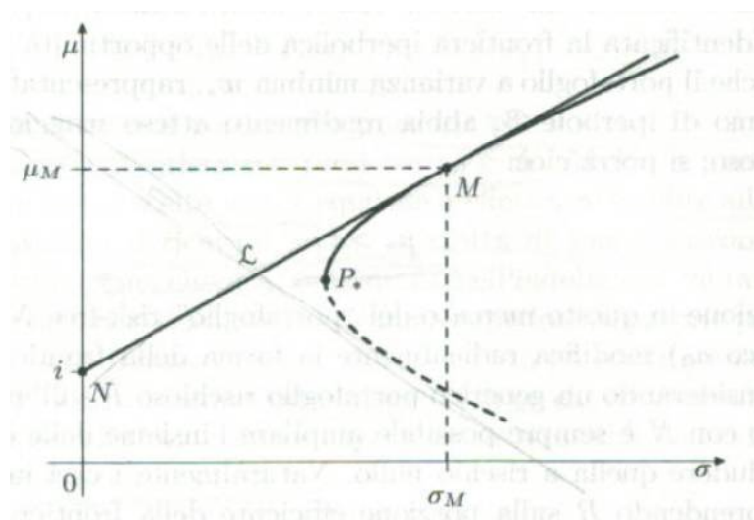
⁵⁴ *Introduzione al rischio*, Università degli Studi di Parma.

⁵⁵ *Ibidem* nota 53, pag. 257/258.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- 1) La prima ipotesi prevede l'introduzione delle attività risk-free: un'attività finanziaria nella quale è possibile investire ottenendo un rendimento senza correre alcun rischio.
- 2) La seconda ipotesi individua un portafoglio M formato da tutte le attività rischiose. Il portafoglio M è diversificato e si colloca sul tratto efficiente della frontiera.
- 3) I mercati dei capitali devono essere perfetti.

In base alle precedenti condizioni, ogni investitore deciderà singolarmente dove collocare le proprie risorse finanziarie tra il portafoglio M e l'attività risk-free⁵⁶.



Nel punto di intersezione di tale retta con la frontiera efficiente (che esprime i portafogli efficienti di attività rischiose) viene individuata una combinazione che domina le altre, detta market portfolio (o portafoglio di mercato), dove l'effetto della diversificazione è massimo⁵⁷. Secondo il teorema della separazione di Tobin, infatti, le decisioni di ogni agente vengono prima prese raccogliendo tutte le informazioni sulle attività presenti sul mercato per poi decidere come ripartire il proprio portafoglio tra attività rischiose e non⁵⁸. Grazie a questo teorema, è possibile combinare un titolo avente volatilità nulla (titolo caratterizzante da rischio nullo, quindi con scarto quadratico medio uguale a zero) rispetto al proprio valore atteso con un portafoglio composto da titoli rischiosi, situati lungo la frontiera efficiente di

⁵⁶ <http://www.forexinfo.it/>.

⁵⁷ Cioè viene annullato il rischio specifico e resta solo quello sistematico.

⁵⁸ Sintesi lezione 4/5, Università degli Studi di Bergamo.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Markowitz⁵⁹. Difatti il teorema del portafoglio con fondo unico afferma che bisogna investire una frazione dei fondi disponibili nel titolo non rischioso ed il resto nel portafoglio M. Quindi l'agente, nel valutare i propri investimenti, cercherà di combinarli in modo più appropriato creando un portafoglio atto a garantirgli lo stesso rendimento atteso di un'attività singola, ma con un andamento del rendimento meno variabile.⁶⁰ Detto ciò, la frontiera lineare, ovvero la Capital Market Line (CML), individua le combinazioni tra attività risk free e market portfolio, cioè rappresenta l'insieme dei portafogli in grado di offrire il più alto rendimento atteso per unità di rischio. Essa può essere individuata tramite la seguente equazione⁶¹:

$$E(R_p) = R_f + \frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m} \times \sigma_p$$

dove:

$E(R_p)$ = rendimento atteso del portafoglio;

$E(R_m)$ = rendimento atteso del portafoglio di mercato;

R_f = rendimento dell'attività priva di rischio (risk free rate);

σ_p = rischio del portafoglio;

σ_m = rischio del portafoglio di mercato.

La CML, quindi, viene derivata tracciando una linea tangente dal punto di intercetta sulla frontiera efficiente al punto in cui il rendimento atteso è pari al tasso privo di rischio⁶².

La CML è valida per ogni investitore, difatti il CAPM assume che gli agenti abbiano aspettative omogenee sui rendimenti attesi e i rischi associati alle attività. Vale a dire che la CML dimostra la relazione di equilibrio tra il rendimento atteso e il rischio dei portafogli efficienti⁶³.

⁵⁹ Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa—custom publishing*, McGraw Hill Education create, pag. 169.

⁶⁰ Maggiore è il numero di titoli, maggiore è il vantaggio della diversificazione poiché è possibile ridurre la varianza del portafoglio grazie alle correlazioni non perfette dei titoli, riducendo così le covarianze. *Ibidem*, pag. 262.

⁶¹ <http://www.forexinfo.it/Che-cos-e-il-Capital-Asset>.

⁶² *Introduzione al rischio*, Università degli Studi di Parma.

⁶³ Il portafoglio ottimale per ciascun agente sta nel punto di tangenza della CML con la più alta curva di indifferenza. Tutti gli agenti sceglieranno lo stesso portafoglio di attività rischiose M, che si trova sulla CML, che rappresenta la frontiera efficiente, ciò che varierà sarà solamente la composizione del portafoglio tra attività rischiose e non dei diversi agenti.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Assume notevole importanza il premio per il rischio⁶⁴ che indica di quanto il rendimento atteso deve aumentare per spingere l'agente ad assumere un'unità di rischio aggiuntiva. La seguente formula indica il premio per il rischio⁶⁵:

$$\frac{E(R_m) - R_f}{\sigma_m}$$

La Security Market Line (SML), al contrario della CML, valida unicamente per i portafogli efficienti, esprime il rapporto di equilibrio rischio e rendimento di qualsiasi titolo o portafoglio⁶⁶. Nei portafogli efficienti individuati sulla CML, essendo perfettamente diversificati, il rischio totale coincide con il rischio sistematico. Nel caso della SML, invece, è necessario individuare il rischio sistematico del singolo titolo. Esso viene identificato tramite il coefficiente beta del titolo. Il coefficiente beta misura il rapporto tra il singolo titolo ("i") e il resto del mercato. La seguente equazione indica la SML ed esprime la relazione di equilibrio tra il rendimento atteso e il rischio di qualsiasi portafoglio o titolo⁶⁷:

$$E(R_i) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta$$

in cui β è il coefficiente che esprime la bontà del portafoglio "i" rispetto al mercato.

Se $\beta < 1$	Il rendimento del titolo o portafoglio "i" è inferiore al rendimento del mercato.
Se $\beta = 1$	Il rendimento del titolo "i" è in linea con il rendimento del mercato.
Se $\beta > 1$	Il rendimento del titolo "i" è superiore al rendimento del mercato ⁶⁸ .

2.2. Considerazioni

Nella realtà i sistemi di finanziamento delle imprese variano in modo significativo tra i diversi Paesi sviluppati, ad esempio negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito il ricorso all'aumento del capitale sociale è tradizionalmente più frequente che in

⁶⁴ $\pi_M = \frac{\mu_M - i}{\sigma_M}$ è l'indice di Sharpe del portafoglio M ed identifica il prezzo di mercato del rischio (market price of risk) Gilberto Castellani Massimo De Felice Franco Moriconi, *Manuale di finanza – Il teoria del portafoglio e mercato azionario*, il Mulino, pag. 259.

⁶⁵ <http://www.forexinfo.it/Che-cos-e-il-Capital-Asset>.

⁶⁶ La SML stabilisce una relazione valida per tutti i titoli i portafogli di titoli, siano efficienti o non efficienti. Ogni scostamento della SML causa disequilibri (e, in particolare, possibilità di arbitraggi). *Ibidem* nota 64, pag. 267.

⁶⁷ *Ibidem* nota 65.

⁶⁸ *Sintesi lezione 4/5*, Università degli Studi di Bergamo.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

molti altri Paesi industrializzati. Inoltre, anche il ricorso del debito risulta essere fortemente influenzato in quanto il costo d'uso reale del capitale è condizionato da diversi elementi, tra questi il più importante è la deducibilità delle tasse dei pagamenti degli interessi. Il decennio degli anni Ottanta è stato contrassegnato come il periodo dei numerosi mutamenti nel controllo e nella proprietà delle società, principalmente statunitensi, accompagnati da cambiamenti nelle loro strutture finanziarie. La grande ondata delle scalate azionarie ha difatti implicato un rifinanziamento delle imprese attraverso l'emissione di grandi quantità di debito e la concentrazione del capitale sociale di maggioranza nelle mani di pochi grandi investitori, esercitando così un controllo più efficace. Dato che questo tipo di transazioni ha portato all'aumento del rapporto tra debito esterno e capitale dell'impresa o leverage, esse vennero definite *leveraged buyout* o LBO. La principale fonte delle risorse finanziarie per i raider delle società statunitensi furono i junk bonds⁶⁹, obbligazioni usate per aumentare la leva azionaria delle imprese, le quali poi acquisivano le risorse necessarie per attuare investimenti e rilevare addirittura altre imprese. Quindi, le società aumentavano notevolmente la loro leva finanziaria indebitandosi, riuscendo a finanziare le acquisizioni oppure acquistando le azioni proprie, inserendole nei piani di compartecipazione azionaria (employee stock ownership plans) e successivamente le riacquistavano in ricapitalizzazioni⁷⁰. Altri tipi di transazioni furono i cosiddetti *management buyout* o MBO, dove la proprietà era concentrata nelle mani dei manager dell'impresa e quindi le Offerte Pubbliche di Acquisto, le note OPA, da parte dei nuovi possibili investitori erano direttamente considerate come scalate azionarie ostili⁷¹. Un'altra critica rivolta alla teoria classica della finanza sta nel fatto che alcuni azionisti cercano di valutare le decisioni finanziarie dei manager per coglierne indicazioni sul futuro. Secondo la teoria della segnalazione⁷², le decisioni finanziarie influenzano quelle che gli investitori ritengono essere le prospettive dell'impresa e quindi anche il valore dell'impresa stessa. Una delle conclusioni empiriche più robuste della teoria è che i tentativi di rifinanziamento di un'impresa attraverso un aumento del capitale riducono il suo

⁶⁹ Considerate dalle società di rating investimenti altamente rischiosi.

⁷⁰ Ad esempio la Polaroid comprò il 22% delle sue azioni per metterle in un nuovo ESOP quando si proliferava una minaccia di scalata.

⁷¹ Milgrom P. Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I. II. Mulino, pag. 762/765.

⁷² La selezione si riferisce all'attività intrapresa dalla parte meno informata (agenti ed investitori) per distinguere i differenti tipi di parti dotate di informazioni private (manager dell'impresa).

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

valore totale di mercato, mentre il rifinanziamento con altri strumenti lo aumenta. Questo perché gli investitori percepiscono l'aumento del capitale sociale come fonti di possibili future perdite⁷³. In modo simile, la riduzione dei dividendi conduce ad un valore di mercato inferiore, mentre un loro aumento ha un effetto opposto. Questo perché gli investitori interpretano la mancata distribuzione dei dividendi come base di eventuali problemi di flussi di cassa. La mancata distribuzione presuppone un tentativo di conservare la liquidità dell'impresa.

In definitiva le imprese fanno ricorso alle fonti di finanziamento di debito sia perché il suo costo è generalmente inferiore rispetto alle fonti di finanziamento di equity, sia per i vantaggi fiscali derivanti dal debito, questo perché gli oneri finanziari, derivanti dal debito, diminuiscono il risultato ante imposte aumentando il valore dell'impresa.

⁷³ L'aumento del capitale sociale si presta all'affermarsi della funzione "cuscinetto" dello stesso capitale sociale.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CAPITOLO 3 EQUITY E DEBITO

3.1. Peculiarità

La struttura del capitale definisce il modo in cui un'impresa finanzia i propri investimenti tramite una combinazione di capitale proprio (equity), di debito e di titoli finanziari di natura mista. La struttura del capitale viene chiamata anche struttura finanziaria dello stato patrimoniale di un'impresa, il cui rapporto tra il debito e il capitale rappresenta la leva finanziaria o leverage. In questo capitolo verranno illustrate le caratteristiche peculiari di equity e debito attraverso la concezione generale dell'economia aziendale ed attraverso l'adozione dei principi contabili internazionali. L'effettiva struttura del capitale, quindi la combinazione di equity e debito, viene rappresentata dal costo del capitale aziendale attraverso uno strumento molto utile quale il WACC. In particolare, attraverso delle formule matematiche e secondo il modello del CAPM, è possibile definire il costo del capitale di equity ed il costo di debito. Infine, vengono illustrati i principali indicatori finanziari inerenti alla struttura finanziaria dell'impresa, tra cui il più importante risulta essere il leverage che apporta una corretta valutazione della struttura del capitale, ovvero mostra l'incidenza del costo dell'equity e l'incidenza del costo del debito.

3.1.1. *Equity e debito in economia aziendale*

Le imprese per svolgere la propria attività necessitano di mezzi finanziari che si procurano ricorrendo a diverse forme di finanziamento. Le fonti di finanziamento possono essere costituite:

- Dal **capitale proprio o di rischio (equity)**, si tratta di finanziamenti conferiti a pieno rischio dal proprietario o dai soci, soggetti ad una remunerazione variabile in dipendenza dei risultati conseguiti nella gestione aziendale e non condizionati da tempi predefiniti di rimborso;

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Dal **capitale di credito o di terzi (debito)**, si tratta di finanziamenti che provengono dal ricorso a terze economie, soggetti ad una remunerazione, sia fissa sia variabile, definita contrattualmente e per i quali sono stabiliti i tempi di rimborso⁷⁴.

I mezzi finanziari apportati dal proprietario o dai soci possono provenire da:

- Versamenti in conto aumento di capitale, dove i soci aumentano il capitale sociale in seguito alla modifica dell'atto costitutivo/statuto;
- Versamenti in conto capitale, con i quali i soci rinunciano al diritto di rimborso delle somme versate e su essi non fruttano interessi;
- Versamenti in conto finanziamento nei quali esiste l'obbligo di rimborso e quindi sono dei debiti per la società, sono fruttiferi di interesse e possono essere a scadenza determinata e indeterminata⁷⁵.

Il capitale proprio rappresenta la prima ed indispensabile fonte di finanziamento e costituisce la ricchezza propria dell'impresa, portata dal titolare o dai soci. La misura del capitale proprio non è mutabile nel tempo ma tende a subire variazioni: in aumento, per effetto della possibile patrimonializzazione⁷⁶ dei risultati positivi della gestione oppure di incrementi reali dello stesso; in diminuzione, a seguito della copertura di perdite o per il rimborso al titolare o ai soci.

Altre fonti di finanziamento che costituiscono il capitale di credito derivano da:

- Debiti di regolamento, che sorgono nei confronti dei fornitori che concedono dilazioni di pagamento e sono quindi di natura commerciale;
- Debiti di finanziamento, che sono dei veri e propri prestiti che prevedono un interesse esplicito⁷⁷.

⁷⁴ Gianfranco Cavazzoni, *Elementi di economia aziendale*, Giappichelli Editore – Torino, pag. 53.

⁷⁵ Angelo D'Alia, *Le forme di finanziamento nelle società*, Master in Consulente Legale d'Impresa, LUISS. <http://www.lbs.luiss.it/catalogo/consulente-legale-impresa/pdf/Le-Forme-di-Finanziamento-nelle-Societa.pdf>.

⁷⁶ Forma principale di autofinanziamento, cioè la capacità che ha l'azienda di produrre al suo interno le risorse finanziario/monetario.

⁷⁷ *Ibidem* nota 75.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Il capitale di credito proviene, quindi, da terze economie attraverso differenti tipologie di indebitamento, rappresentate da debiti a breve, medio e lungo termine, contratti nei confronti dei fornitori e dei finanziatori istituzionali.

Secondo la concezione dell'economia aziendale gli investimenti costituiscono il capitale lordo o attivo. Per sostenere questo capitale, l'impresa ha bisogno di risorse finanziarie originariamente detenute sotto forma di risparmio, quindi momentaneamente improduttivo e per ciò definibile capitale passivo. La correlazione tra capitale passivo e quello attivo fornisce uno scopo alle risorse detenute passivamente dalle imprese, ciò in quanto le diverse forme di debito devono essere viste in termini di idee vincenti, di strategie di successo e prive di sprechi. Non risulta essere una problematica da prendere sotto tono. Viceversa, sussiste anche una relazione inversa tra capitale passivo e capitale attivo poiché quest'ultimo può determinare sprechi ed eccessi di utilizzo nei casi meno efficienti, sacrificando e sottraendo a scopi migliori i capitali passivi, altrimenti destinabili ad alternative più convenienti ed opportune. Quindi il capitale passivo è costituito dai risparmi delle famiglie e degli individui ed occorrono istituzioni specializzate per la gestione del risparmio, per la sua valorizzazione e conservazione.

Esempi di istituzioni specializzate professionalmente nella gestione del capitale risparmio sono:

- I musei e le gallerie d'arte;
- Banche ordinarie ed istituti di credito a lungo termine;
- Banche d'affari;
- Fondi di investimento;
- La Borsa Valori⁷⁸.

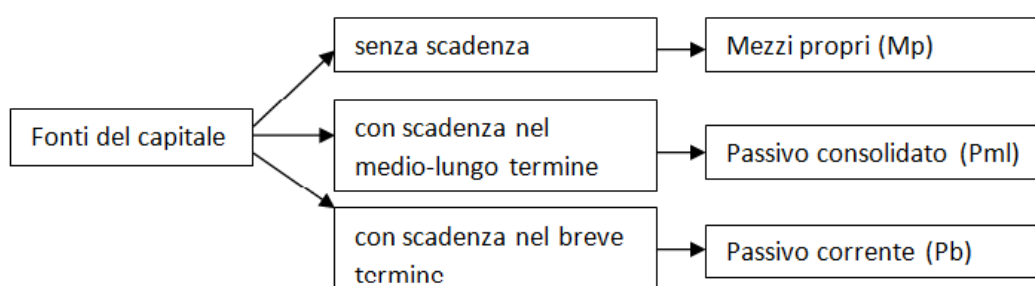
⁷⁸ Paolo Bastia, *Principi di Economia aziendale*, Nuova Edizione CEDAM, pag. 130/134.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

EQUITY	DEBITI
Capitale sociale	Dilazioni di pagamento
Riserva per sovrapprezzo azioni	Prestiti medio/lungo termine
Riserva di valutazione	Mutui
Riserva statutaria	Obbligazioni
Riserva straordinaria	Aperture di credito
Riserva per acquisto di azioni proprie	Leasing finanziario
Utili (o perdite) di esercizi precedenti	Anticipazioni garantite
Utile (o perdita) netto di esercizio	

In definitiva le fonti si distinguono in interne (equity) ed esterne (debito) e possono essere analizzate sotto due distinti aspetti: la velocità di estinzione e la natura del debito in relazione all'operazione che lo ha generato⁷⁹.

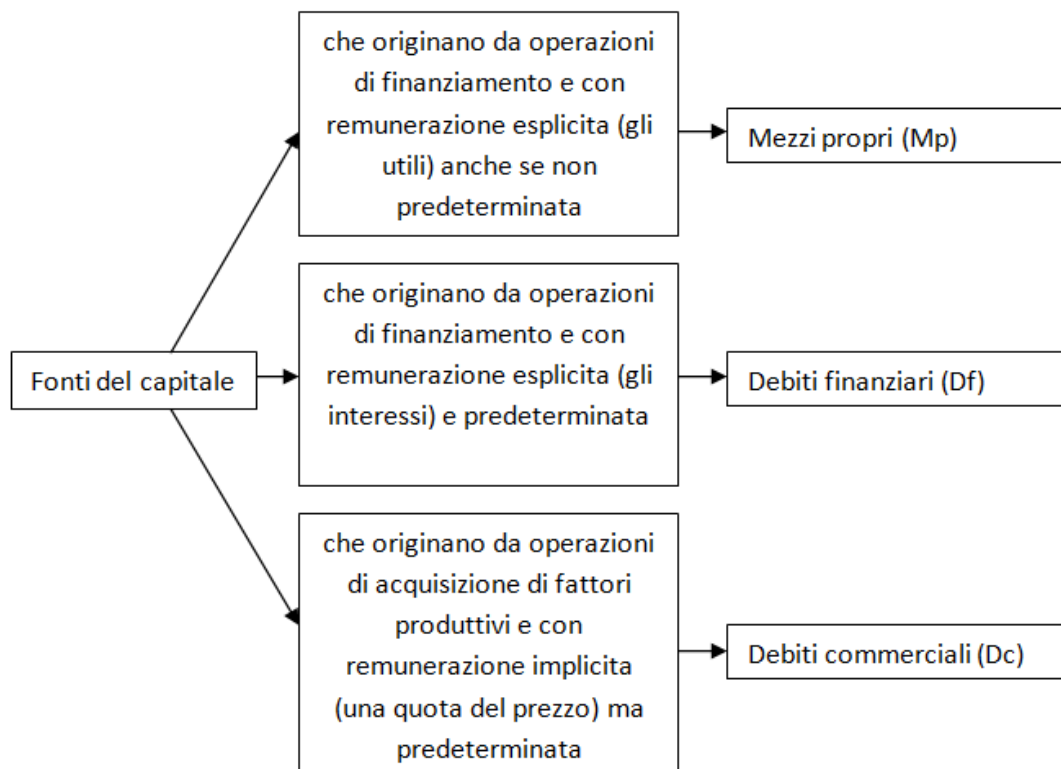
La classificazione delle fonti per “velocità di estinzione”



⁷⁹ Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, *Indici di bilancio – strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore 2003, pag.166.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

La classificazione delle fonti per “natura” e “modalità di remunerazione”



3.1.2. Equity e debito secondo gli IAS/IFRS

Le uniche indicazioni contenute nello IAS 1 circa la classificazione delle voci di patrimonio netto sono quelle relative al contenuto minimo dello stato patrimoniale,⁸⁰ secondo le quali è possibile distinguere il patrimonio netto in tre categorie:

- Capitale emesso (share capital);
- Riserve (reserves);
- Utili accumulati (retained earnings)⁸¹.

⁸⁰ Lo IAS 1 non prevede un contenuto obbligatorio dello schema di stato patrimoniale, ma solo un “contenuto minimo”, ovvero una serie di voci che devono essere sempre incluse nel prospetto.

⁸¹ J. Fondazione nazionale commercialisti, per maggiori delucidazioni consultare il sito: http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/PCI_Patrimonio_netto_Iannucci.pdf.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

La voce “**share capital**” deve essere esposta in bilancio al suo valore nominale (valore nominale delle azioni⁸² moltiplicato per il loro numero) al netto della parte di capitale emesso (o sottoscritto) non ancora versata⁸³. È doveroso considerare che, con riferimento a ciascuna categoria di azioni costituenti il capitale sociale, lo IAS 1 prevede che l'impresa debba fornire, nel prospetto della situazione patrimoniale - finanziaria o nelle sue note, le seguenti informazioni:

- a) Il numero delle azioni autorizzate;
- b) Il numero delle azioni sottoscritte ed interamente versate, le azioni sottoscritte e non interamente versate;
- c) Il valore nominale per azione o le azioni prive di valore nominale;
- d) Una riconciliazione tra il numero delle azioni in circolazione all'inizio e alla fine dell'esercizio;
- e) I diritti, i privilegi e i vincoli di ciascuna classe inclusi i vincoli alla distribuzione dei dividendi e al rimborso del capitale;
- f) Le azioni proprie o possedute da società controllate o collegate all'impresa;
- g) Le azioni riservate per emissione sotto opzione e contratti di vendita, incluse le condizioni e gli importi⁸⁴.

Le riserve non sono generalmente indicate nello stato patrimoniale come voci separate, ma raggruppate nella voce “**reserves**”. Lo IAS 1, però, richiede di fornire una descrizione della natura e dello scopo di ciascuna riserva nelle note o nello schema di stato patrimoniale. Di seguito vengono elencate alcune delle riserve riscontrabili più frequentemente nei bilanci redatti secondo i principi contabili IAS/IFRS:

- a) La riserva da sovrapprezzo azioni;

⁸² Per valore nominale delle azioni ci si riferisce essenzialmente a quelle ordinarie, privilegiate e risparmio. Tale definizioni sono reperibili in: Franco di Sabato *Diritto delle società*, Giuffrè Editore. “Le azioni che conferiscono diritti conformi al contenuto legale sono denominate azioni ordinarie, le altre sono invece chiamate speciali. La categoria speciale più diffusa è quella delle azioni privilegiate (pag. 260). Le azioni di risparmio sono caratterizzate da vantaggi di ordine patrimoniale rispetto alle azioni ordinarie, a fronte dei quali vi è l'esclusione del diritto di voto nell'assemblea sia ordinaria che straordinaria (pag 265)”.

⁸³ J. Fondazione nazionale commercialisti, per maggiori delucidazioni consultare il sito: http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/PCI_Patrimonio_netto_Iannucci.pdf.

⁸⁴ IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 18.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- b) La riserva di rivalutazione;
- c) La riserva di traduzione;
- d) La riserva legale⁸⁵.

Infine la voce “**retained earnings**” accoglie:

- a) Tutti i risultati accumulati dall'entità al netto dei dividendi erogati dagli azionisti;
- b) I trasferimenti dalle altre riserve del patrimonio quando si liberano dal vincolo al quale sono sottoposte;
- c) L'effetto cumulativo dei cambiamenti nei principi contabili e delle correzioni di errori.

Lo IAS 1, in merito alla classificazione di attività e passività, distingue le stesse in correnti/non correnti oppure in base al criterio di liquidità. La distinzione tra attività e passività correnti e non correnti è fondata su queste definizioni:

- **Attività correnti**, sono le attività che si dovrebbero realizzare nel normale corso del ciclo operativo dell'impresa oppure le attività possedute principalmente per la vendita che si realizzano entro dodici mesi dalla data di bilancio;
- **Attività non correnti**, sono tutte le attività diverse dalle attività correnti;
- **Passività correnti**, sono le passività che si dovrebbero estinguere nel normale corso del ciclo operativo dell'impresa oppure quelle di cui è prevista l'estinzione entro dodici mesi dalla data di chiusura di bilancio;
- **Passività non correnti**, sono tutte le altre passività diverse dalle passività correnti⁸⁶.

Uno degli aspetti sicuramente più rilevanti risulta essere il criterio base o alternativo per l'iscrizione in bilancio delle attività e delle passività denominato fair value⁸⁷, cioè il corrispettivo al quale un bene può essere scambiato, o una passività estinta, tra parti consapevoli e disponibili, in una transazione equa. Il principio viene mostrato

⁸⁵ J. Fondazione nazionale commercialisti, per maggiori delucidazioni consultare il sito: http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/PCI_Patrimonio_netto_Iannucci.pdf.

⁸⁶ IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 12.

⁸⁷ Nota precedente n. 21. pag. 13.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dallo “IFRS 13 – fair value measurement” il quale si riferisce alle seguenti poste contabili:

- Gli strumenti finanziari (IAS 39);
- Le immobilizzazioni immateriali (IAS 38);
- Le immobilizzazioni materiali (IAS 13);
- Gli investimenti finanziari classificati come attività correnti (IAS 39).

Per quanto concerne gli strumenti finanziari, vengono utilizzati in concomitanza tra loro due principi contabili internazionali: lo “IAS 32 – strumenti finanziari” e lo “IAS 39 – strumenti finanziari”. Lo IAS 32 definisce i criteri di esposizione nel bilancio dei strumenti finanziari e le relative informazioni integrative. Questo permette di migliorare la comprensibilità per gli utilizzatori del bilancio della rilevanza degli strumenti finanziari. Lo IAS 39, invece, tratta la rilevazione e la valutazione degli strumenti, difatti l'obiettivo è proprio quello di stabilire i principi per rilevare e valutare le attività e le passività finanziarie⁸⁸. Molti strumenti finanziari, che hanno la forma di strumenti rappresentativi di capitale, sono in sostanza delle passività finanziarie, pertanto la loro classificazione dovrà basarsi sulla sostanza dell'accordo piuttosto che sulla forma giuridica⁸⁹. Per un'entità, uno strumento finanziario è qualsiasi contratto che dia origine a un'attività finanziaria⁹⁰, a una passività finanziaria⁹¹ o ad uno strumento rappresentativo di capitale⁹² per un'altra entità. Gli strumenti finanziari si distinguono in: strumenti base o non-derivati e strumenti derivati. Tra gli strumenti base è possibile individuare i tipici **strumenti di equity** (azioni, quote di capitale...), **di debito** (obbligazioni, dilazioni di pagamento...) e i cosiddetti **strumenti composti o “ibridi”**. Quest'ultimi sono strumenti in cui è presente una componente di passività finanziaria ed una

⁸⁸ Fabrizio Di Lazzaro, *Slides*.

⁸⁹ IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 402.

⁹⁰ È qualsiasi attività che sia: 1) una disponibilità liquida; 2) un diritto contrattuale a ricevere una disponibilità liquida o un'attività finanziaria; 3) un diritto contrattuale a scambiare strumenti finanziari con un'altra impresa a condizioni potenzialmente favorevoli; 4) uno strumento rappresentativo di patrimonio netto di un'altra impresa.

⁹¹ Qualsiasi obbligazione contrattuale a: 1) consegnare disponibilità liquide o un'altra attività finanziaria 2) scambiare strumenti finanziari con un'altra impresa a condizioni potenzialmente sfavorevoli.

⁹² Uno strumento rappresentativo di capitale, invece, è qualsiasi contratto che rappresenti un interessenza residua nelle attività dell'entità dopo aver dedotto tutte le sue passività.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

componente di patrimonio. Lo IAS 32 prevede un solo metodo di separazione delle due componenti:

- Passività: si considera un valore simile di passività che non contiene la componente di patrimonio;
- Equity: si considera il valore residuale dopo aver sottratto la componente passività ⁹³.

Strumenti base o non-derivati	Esempi
Strumenti di debito	Finanziamenti attivi e passivi (obbligazioni, cambiali, corporate bonds) Crediti e debiti commerciali
Strumenti di equity	Azioni Quote di capitale
Strumenti composti o "ibridi"	Azioni privilegiate Obbligazioni convertibili Azioni di risparmio

Gli strumenti derivati sono quei contratti o titoli il cui prezzo si basa sul valore di mercato di un altro strumento finanziario definito sottostante (underlying asset)⁹⁴. Ogni derivato ha ad oggetto una scommessa sull'andamento futuro del sottostante che può essere un particolare indice di prezzo, come ad esempio quotazioni di titoli, tassi di interesse, tassi di cambio tra valute diverse, prezzi di merci o di materie prime, ecc... In generale, tra i principali beni sottostanti si trovano i commodities, le azioni, i titoli obbligazionari, i tassi di interesse e le valute, mentre tra i derivati più diffusi rientrano i contratti a termine (futures e forward), le opzioni e gli swap. I prodotti derivati sono utilizzati, principalmente, per tre finalità:

- ridurre il rischio finanziario di un portafoglio preesistente (finalità di copertura o, anche, hedging);
- assumere esposizioni al rischio al fine di conseguire un profitto (finalità speculativa);

⁹³ http://www.econ.uniurb.it/materiale/6626_modulo%20strumenti%20finanziari.pdf.

⁹⁴ Fonte: sito ufficiale Consob.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- conseguire un profitto privo di rischio attraverso transazioni combinate sul derivato e sul sottostante tali da cogliere eventuali differenze di valorizzazione (finalità di arbitraggio).

Grazie alla loro caratteristica principale di essere strumenti finanziari acquistabili sui mercati da un numero indefinito di scommettitori che non vantano alcun rapporto diretto col sottostante, la speculazione è divenuta la principale, se non unica, mezzo di impiego di tali strumenti⁹⁵.

Strumenti derivati	Principale impiego
Derivati trading	Arbitraggio
Derivati hedging	Copertura di un rischio finanziario
Derivati incorporati	Speculazione

Il problema più complesso dei derivati è, da sempre, quello della determinazione del loro valore o, meglio della sua stima⁹⁶. Esso varia in relazione all'andamento del sottostante, secondo una relazione, propria di ciascun derivato, rappresentata da una funzione matematica. In questo senso, si afferma che il valore dei prodotti derivati è connesso sia al sottostante sia al pay-off.

La stima del valore dei prodotti derivati, ad un certo momento, richiede la capacità di simulare i possibili scenari futuri del sottostante al fine di determinare il conseguente valore del pay-off, tutto questo per ciascun scenario.

⁹⁵ Per ulteriori delucidazioni consultare i siti: <http://www.forexwiki.it/Derivati>
<http://www.derivati.info/cosa-sono-i-derivati/>.

⁹⁶ Il problema della stima del valore dei prodotti derivati è, da sempre, avvertito dagli operatori come un aspetto particolarmente importante e, nello stesso tempo, critico della materia, in quanto, oltre ad orientare le scelte di investimento in relazione alle finalità di copertura, speculativa e di arbitraggio, comporta complesse attività di analisi.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Pertanto, il valore del derivato è la media dei valori assunti dal pay-off ponderati per le probabilità di accadimento⁹⁷ di ciascuno scenario, scontata del valore finanziario del tempo⁹⁸ (e cioè riportata al momento della valutazione).

Diversi dai prodotti derivati sono i prodotti strutturati, che sono costituiti dalla combinazione, in un unico prodotto, di uno o più prodotti finanziari con uno o più prodotti derivati, in maniera tale da modificare strutturalmente l'originario profilo di rischio/rendimento dei singoli prodotti. Rientrano tra questi strumenti finanziari le obbligazioni strutturate⁹⁹

Precedentemente abbiamo accennato i principali strumenti finanziari derivati, i quali risultano essere:

- I contratti a termine:
 - Futures
 - Forward
- Gli swap:
 - Interest rate
 - Currency
 - Credit default
- Le opzioni.

⁹⁷ La dizione “ponderata per le probabilità di accadimento” sembra complicata ma, in realtà, esprime un concetto molto semplice. Un esempio chiarirà il tutto: abbiamo una certa attività di cui dobbiamo stimare il valore futuro. Sappiamo che quest'ultimo potrà essere pari a 100, con una probabilità del 10% ovvero, molto più probabilmente, 110, con una probabilità del 90%. È evidente che una stima realistica del valore futuro non può essere la semplice media aritmetica fra 100 e 110, cioè 105, perché ci sono molte più probabilità che il valore si attesti a 110. Per stimare correttamente bisogna allora ponderare i due valori (100 e 110) per le probabilità di accadimento che essi hanno (10% e 90% che possono anche essere espressi, rispettivamente, con 0,1 e 0,9). Il calcolo è semplice: $(100 \times 0,1) + (110 \times 0,9)$. Il risultato è: $10 + 99 = 109$, valore ben superiore alla media aritmetica di 105.

⁹⁸ Anche in materia finanziaria il tempo ha un valore: prestiamo una somma per un anno, alla scadenza riavremo la stessa somma più un interesse. Può essere utile calcolare anche l'inverso: quanto varrebbe oggi una certa somma futura? Se abbiamo un credito futuro, per cui fra un anno dobbiamo ricevere la somma di 100, è possibile sapere quanto valgono quei 100 oggi? In altre parole ci domandiamo quanto riceveremmo se la somma, invece che essere consegnata fra un anno, venisse consegnata oggi. È normale che oggi varranno qualche cosa di meno e questo qualche cosa è proprio il valore finanziario del tempo. Scontare il valore finanziario del tempo vuol dire sottrarre quest'ultimo ad un importo futuro. Per determinare il valore finanziario del tempo, occorre conoscere, oltre al tempo, anche il tasso di interesse applicabile che, normalmente, è un tasso risk free su base annua relativo al periodo temporale di riferimento (nel nostro caso un anno). Come esempio può essere fissato al 2%. La formula per il valore attuale risulta essere: $Va = Ct/(1+i)$, dove: Va è il valore che si vuole determinare; Ct è il ricavo atteso alla fine del periodo (nel nostro esempio 100 euro); i è il tasso di mercato monetario su base annua (nel nostro esempio 2%) e t è il periodo di riferimento (nel nostro caso un anno = 1). Nel nostro esempio il valore attuale è 98,04.

⁹⁹ Fonte: sito ufficiale Consob.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

I futures e i contratti di opzione con caratteristiche standard, cioè sono negoziati sui mercati regolamentati, mentre gli swap, i contratti forward e le opzioni non standard sono scambiati in mercati non regolamentati, denominati *over the counter* (OTC). Uno strumento ampiamente diffuso, anche presso le Amministrazioni pubbliche, è l'interest rate swap (IRS). Nella sua formulazione più semplice, tale contratto prevede lo scambio tra le parti, per un periodo di tempo determinato, di flussi di interessi calcolati su un importo monetario di riferimento, il cosiddetto "valore nozionale". In particolare, questi contratti prevedono che una parte paghi all'altra un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso fisso e riceva in cambio un flusso di interessi calcolato sulla base di un tasso variabile, solitamente agganciato all'andamento dei tassi sui mercati monetari o finanziari¹⁰⁰. Tra gli strumenti introdotti più recentemente vi sono i derivati su crediti. Questi contratti consentono di trasferire il rischio di insolvenza relativo ad una determinata attività finanziaria da un soggetto ad un altro. La tipologia contrattuale maggiormente diffusa è rappresentata dai credit default swap (CDS), strumenti che danno all'acquirente il diritto a ricevere dal venditore il valore nominale di un titolo emesso da una determinata società, qualora quest'ultima risulti insolvente. Poiché i CDS sono scambiati unicamente su mercati non regolamentati, le caratteristiche dei singoli contratti possono variare sulla base di accordi bilaterali tra i contraenti¹⁰¹.

Oltre agli IAS 32 e IAS 39, lo "IFRS 7 – Strumenti finanziari: note al bilancio" introduce ulteriori obblighi di informativa sugli strumenti finanziari. Richiede informazioni integrative riguardanti la significatività degli strumenti finanziari rispetto alle performance economiche e alla posizione finanziaria dell'entità, nonché una descrizione degli obiettivi, delle politiche e delle procedure poste in atto dal management al fine di gestire i rischi connessi agli strumenti finanziari. Tale principio ha introdotto una maggiore informativa sul fair value, in particolare è possibile suddividere le valutazioni secondo livelli definiti attraverso l'identificazione di una

¹⁰⁰ Il regolamento dei flussi di interesse dovuti tra le controparti avviene in via differenziale.

¹⁰¹ Commissione 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, Audizione del 08 luglio 2009 del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, dr. Daniele Franco, pag. 6/7.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

gerarchia del fair value. Le attività e le passività finanziarie valutate al fair value sono, perciò, classificate nei tre livelli gerarchici di seguito descritti:

- Livello 1, sono classificate in tale livello le attività e le passività finanziarie il cui fair value è determinato sulla base di prezzi quotati (non modificati) su mercati attivi per attività o passività identiche;
- Livello 2, sono classificate in tale livello le attività e le passività finanziarie il cui fair value è determinato sulla base di input diversi da prezzi quotati di cui al Livello 1, ma che, per tali attività o passività, sono osservabili direttamente o indirettamente sul mercato;
- Livello 3, sono classificate in tale livello le attività e le passività finanziarie il cui fair value è determinato sulla base di dati di mercato non osservabili¹⁰².

3.2. Il costo del capitale

Il costo del capitale aziendale, vale a dire il rendimento atteso del portafoglio composto dai diritti di tutti i finanziatori dell'impresa (azioni, obbligazioni e debiti finanziari), valuta la performance di ogni impresa.

Il prospetto degli usi e delle fonti di una impresa¹⁰³



Il costo opportunità del capitale può essere stimato come il rendimento atteso del portafoglio formato dalle passività finanziarie di un'impresa ponderate per il rispettivo peso assunto. Tale grandezza viene definita Weighted Average Cost of

¹⁰² IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, pag. 709/726.

¹⁰³ Struttura sintetica degli usi e delle fonti di un'impresa reperita da: Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa – custom publishing*, McGraw Hill Education create, pag. 208.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Capital (WACC) poiché è il costo medio ponderato rispetto al peso assunto nella struttura finanziaria delle diverse fonti utilizzate dall'impresa.

$$WACC = W_e \times K_e + W_d \times K_d$$

dove:

W_e = valore percentuale del capitale di rischio (equity);

W_d = valore percentuale dei debiti finanziari;

K_e = rendimento atteso del capitale di rischio (equity);

K_d = rendimento atteso dei debiti, al netto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Sostituendo a W_e e W_d le rispettive stime (prospettiche oppure basate sui valori di mercato) di equity e di debito, si ottiene:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \times K_e + \frac{D}{E + D} \times K_d$$

dove:

E = valore di mercato del capitale proprio;

D = valore di mercato del debito;

$E + D$ = valore di mercato del portafoglio formato dalle passività dell'impresa¹⁰⁴.

La stima della struttura finanziaria per una società quotata è facilmente ottenibile relativizzando il valore di mercato dei titoli emessi dalla stessa. Moltiplicando il prezzo, quotato sui mercati a un certo istante temporale, di ogni strumento finanziario (obbligazioni ed azioni) per il numero di titoli in circolazione della stessa categoria, si ottiene il valore di mercato delle fonti di finanziamento. Le società di informazione finanziaria forniscono quotidianamente stime dei valori di mercato di equity e di debito, nonché il rapporto tra le fonti.

La difficoltà di stima del rendimento atteso del capitale di rischio deriva dall'assenza di rilevazioni contabili, ma le più importanti metodologie di stima risultano essere:

- CAPM (Capital Asset Pricing Model);
- APT (Arbitrage Pricing Theory);

¹⁰⁴ Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa—custom publishing*, McGraw Hill Education create, pag. 210.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- DDM (Dividend Discount Model).

Il CAPM è il modello più utilizzato per la stima del costo del capitale proprio di un'impresa. L'APT è un modello, alternativo rispetto al CAPM, per la determinazione del rendimento atteso dei titoli finanziari. Esso, però, è poco impiegato a causa della mancata individuazione dei fattori di rischio. Il DDM, diversamente dalle precedenti metodologie, non fa riferimento alla Teoria del Portafoglio, ma viene utilizzato per stimare il costo del capitale di rischio¹⁰⁵.

3.2.1. *Il costo dell'equity*

Secondo il CAPM il costo del capitale proprio di un'impresa viene mostrato dalla seguente formula:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

dove:

R_f = risch free rate;

β = rischio non diversificabile;

R_m = rendimento del portafoglio del mercato;

$R_m - R_f$ = premio per il rischio di mercato (Market Risk Premium).

Ogni elemento che compone la precedente formula necessita di appropriate stime, ciò in quanto non direttamente osservabile dai dati di mercato. Il titolo privo di rischio (R_f) è caratterizzato da varianza nulla dei rendimenti. Il Market Risk Premium ($R_m - R_f$) è il sovra rendimento medio, rispetto al tasso privo di rischio, che l'agente prevede di attendere investendo nel portafoglio di mercato (R_m). Il beta (β), invece, è l'indicatore che esprime il rischio della singola impresa rispetto a quello di mercato.

3.2.2. *Il costo del debito*

$$K_d = R_f + Spread$$

Il termine *spread* può essere inteso anche come *credit spread*, che esprime la differenza tra il tasso di rendimento di un'obbligazione e quello di un

¹⁰⁵ Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa—custom publishing*, McGraw Hill Education create, pag. 175/189/213.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

altro titolo preso a riferimento (*benchmark*). In questo caso, ad esempio, se un BTP¹⁰⁶ con una certa scadenza ha un rendimento del 7% e la corrispettiva Bundesanleihe¹⁰⁷ tedesca con la stessa scadenza ha un rendimento del 3%, allora lo *spread* sarà di $7 - 3 = 4$ punti percentuali ovvero di 400 punti base¹⁰⁸. È importante notare, tuttavia, che la determinazione giornaliera dello *spread* avviene sulla base delle libere contrattazioni sui mercati dei titoli e quindi, necessariamente, sulle quotazioni del mercato secondario.

$$Spread = R_f - R_{equo}$$

3.2.3. Effetto leverage

Il valore di un investimento può essere determinato attualizzando i flussi di cassa operativi futuri generati dallo stesso progetto. Poiché l'impresa può essere interpretata come un portafoglio di investimenti, il suo valore è stimabile attualizzando il complesso dei flussi di cassa prodotti da tali progetti a un tasso espressivo delle modalità di finanziamento adottate. Tuttavia, la determinazione del WACC dipende dal tipo di struttura finanziaria che l'impresa ha adottato. Per quanto riguarda il costo dell'equity, con il processo relevering è possibile considerare l'incremento di rischio connesso all'aumento dell'indebitamento finanziario, incorporando tale aspetto in maggior rendimento atteso. Per quanto riguarda il costo del debito, l'incremento del rischio legato alla struttura finanziaria trova manifestazione nell'utilizzo del modello rating sintetico basato sull'indicatore EBIT/OF¹⁰⁹.

$$\frac{EBIT}{OF} = \frac{\frac{EBIT}{V} \times \frac{V}{PFN}}{\frac{OF}{PFN}}$$

dove:

EBIT = Earnings Before Interest and Taxes

OF = Oneri Finanziari

¹⁰⁶ Buono del Tesoro Poliennale - titolo di stato decennale italiano.

¹⁰⁷ Bundesanleihe - titolo di stato decennale emesso dalla Germania.

¹⁰⁸ Michael Simkovic and Benjamin Kamietzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution* (August 29, 2010). Columbia Business Law Review, Vol. 2011, No. 1, pag. 118.

¹⁰⁹ Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa—custom publishing*, McGraw Hill Education create, pag. 233.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

PFN = Posizione Finanziaria Netta¹¹⁰

V = Valore della produzione

$\frac{EBIT}{V}$ = indice di redditività delle vendite¹¹¹

$\frac{V}{PFN}$ = indicatore di indebitamento

$\frac{OF}{PFN}$ = onere finanziario del debito

L'enorme pregio di tale indicatore consiste nell'analizzare congiuntamente il profilo finanziario (sostenibilità del debito) con la dimensione patrimoniale (ammontare del debito) e la dimensione economica (livello dei tassi e dei margini operativi). Possiamo certamente affermare che gli indici di struttura finanziaria assumono una notevole importanza; infatti essi misurano la solvibilità patrimoniale, cioè la solvibilità nel medio-lungo termine, che dipende dalla coerenza tra le fonti di finanziamento stabili ed impieghi durevoli ma anche dal grado di indebitamento, cioè la dipendenza dai finanziatori. La solvibilità influenza la capacità di ottenere dai creditori il rinnovo dei finanziamenti in scadenza e la concessione di nuovi prestiti.

Continuando in quest'ottica, risulta essere doveroso illustrare la relazione fra il R.O.E. e il R.O.I.. Il R.O.E. è un indice che misura la convenienza, da parte degli operatori economici, ad investire mezzi monetari, a titolo di capitale di rischio, nella gestione aziendale¹¹². Più precisamente, sappiamo che il R.O.E. dipende:

- Dalla redditività dell'area caratteristica;
- Dall'onerosità del capitale di credito;
- Dalla struttura finanziaria.

Il primo e terzo elemento vengono considerati variabili dipendenti, cioè che dipendono, almeno in parte, dalle scelte operate dalla direzione aziendale. La redditività dell'area caratteristica è governata dalla politica industriale adottata dall'impresa, mentre la struttura finanziaria è governata dalla sua politica finanziaria.

¹¹⁰ La Posizione Finanziaria Netta (PFN) è la differenza tra i debiti finanziari e le attività finanziarie escluse quindi le partecipazioni. Indica il peso dell'indebitamento oneroso netto nel finanziamento degli impieghi.

¹¹¹ Corrisponde al ROS.

¹¹² Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, *Indici di bilancio – strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore 2003, pag. 361.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

L'onerosità del debito, che corrisponde alla pressione tributaria, rappresenta un parametro incontrollabile, cioè una variabile tendenzialmente indipendente¹¹³. In altre parole, il R.O.E. dipende dalle seguenti tre variabili:

- Dal R.O.I.;
- Dal tasso medio dei finanziamenti;
- Dal quoziente di indebitamento¹¹⁴.

Aumentando il quoziente di indebitamento, il R.O.E. aumenta in ragione della differenza fra il R.O.I. e il tasso dei finanziamenti. La formula generale del ROE è:

$$R.O.E. = [R.O.I. + (R.O.I. - t_f)q](1 - \alpha)$$

dove:

$R.O.I.$ = Return On Investment¹¹⁵

t_f = tasso medio dei finanziamenti¹¹⁶

q = quoziente di indebitamento¹¹⁷

$(1 - \alpha)$ = coefficiente di defiscalizzazione¹¹⁸

Sinteticamente possiamo capire la variazione del R.O.E. a seconda della diversa incidenza del R.O.I. e del tasso dei finanziamenti: il R.O.E. cresce con il crescere dell'indebitamento se e solo se il R.O.I. risulta essere superiore al tasso dei finanziamenti, altrimenti il R.O.E. decresce con il crescere dell'indebitamento se il R.O.I. è inferiore al tasso dei finanziamenti¹¹⁹. Il primo caso viene anche chiamato **effetto leverage o leva finanziaria** e corrisponde all'effetto, trasferito dal R.O.I. al R.O.E., in relazione all'altezza dell'indebitamento¹²⁰. Questo effetto è rappresentato dalla seguente espressione:

$$(R.O.I. - t_f)q$$

¹¹³ Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, *Indici di bilancio – strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore 2003, pag. 409.

¹¹⁴ *Ibidem*, pag. 383.

¹¹⁵ Corrisponde al rapporto tra il reddito operativo e il capitale investito operativo = $\frac{R_o}{CIO}$.

¹¹⁶ Avendo la formula diretta degli oneri finanziari $O_f = D \cdot t_f$ è possibile ricavare, attraverso la sua formula indiretta, il tasso medio dei finanziamenti $\frac{O_f}{D}$.

¹¹⁷ Il quoziente di indebitamento corrisponde al rapporto tra le passività e l'equity = $\frac{D}{E}$.

¹¹⁸ Il coefficiente di defiscalizzazione corrisponde al rapporto tra utile netto ed utile lordo = $\frac{R_n}{R_l}$.

¹¹⁹ *Ibidem* nota 113, pag. 391.

¹²⁰ *Ibidem* nota 113, pag. 394.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Esiste una economicità della struttura finanziaria, la leva finanziaria, in grado di sfruttare nel migliore dei modi il guadagno dal reperimento del finanziamento. Alcune strutture finanziarie contribuiscono positivamente all'economicità della gestione, ma altre in modo negativo. Bisognerebbe trovare la migliore struttura finanziaria possibile anche se, come sappiamo, le mutevoli condizioni dello scenario di riferimento non rendono il compito semplice. Per determinare la struttura finanziaria più conveniente si ricorre alla precedente formula, $R.O.E. = [R.O.I. + (R.O.I. - t_f)q](1 - \alpha)$ dove l'incognita non sarà più il R.O.E. ma il quoziente di indebitamento:

$$q = \frac{\frac{R.O.E.}{1 - \alpha} - R.O.I.}{R.O.I. - t_f}$$

La scelta di una struttura finanziaria si impone come uno degli impegni fondamentali della direzione in quanto, con una struttura finanziaria appropriata, si può massimizzare l'aggio fra il R.O.E. e il R.O.I. sfruttando la leva finanziaria positiva. Di contro, si può minimizzare il disaggio, cioè la differenza negativa fra il R.O.E. e il R.O.I., ponendosi come obiettivo quello di fronteggiare la leva finanziaria negativa¹²¹.

¹²¹ Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, *Indici di bilancio – strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore 2003, pag. 410/411.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CAPITOLO 4

CASI ANALIZZATI

4.1. Premessa

L'oggetto principale della suddetta tesi consiste nell'individuare la diversa composizione delle fonti di tre principali imprese che operano nel settore delle public utilities, in particolare nel campo dell'energia elettrica attivi in tre paesi europei diversi: Enel (Italia), E.on (Germania) e EDF (Francia). Dopo aver esposto brevemente la rispettiva storia ed il loro modello organizzativo, verranno analizzati i bilanci consolidati di ognuna delle società in un arco temporale che va dal 2006 al 2014. Grazie ai principi contabili internazionali IAS/IFRS è stato possibile realizzare una comparazione analitica del costo dell'equity e del debito delle società prese in esame. In questa analisi, attraverso gli indicatori di bilancio, verranno esaminati principalmente i seguenti aspetti:

- La composizione del capitale e del reddito;
- La solidità patrimoniale;
- L'analisi della redditività.

4.1.1. Presentazione dei Gruppi Enel, E.ON. e EDF

ENEL

Enel (in origine acronimo di ente nazionale per l'energia elettrica) è una multinazionale dell'energia ed uno dei principali operatori integrati globali nei settori dell'energia elettrica e del gas, con un particolare focus su Europa e America Latina. Il Gruppo opera in più di 30 Paesi su 4 continenti, produce energia attraverso una capacità installata netta di oltre 90 GW e distribuisce elettricità e gas su una rete di circa 1,9 milioni di chilometri. Con 61 milioni di utenze nel mondo, Enel registra la più ampia base di clienti rispetto ai suoi competitors europei. Questa società possiede infatti le caratteristiche, le risorse umane, tecniche e finanziarie per

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

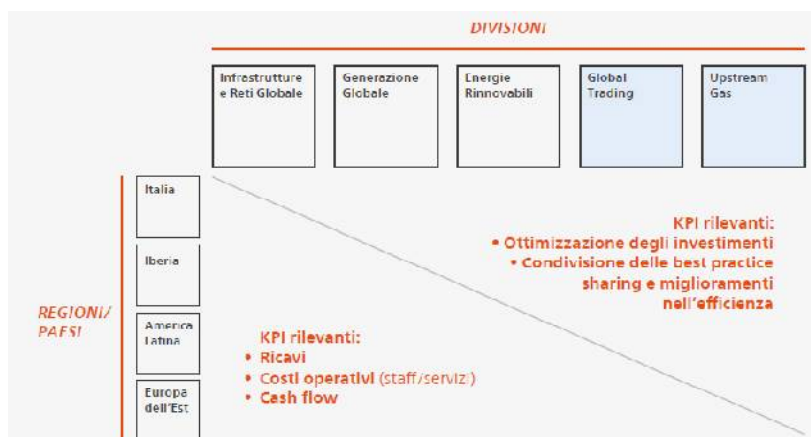
conseguire gli obiettivi di eccellenza e di leadership tecnologica e ambientale divenendo uno degli operatori più efficienti e dinamici del mercato dell'energia. Nel corso degli anni si sono verificati diversi cambiamenti per quanto concerne l'assetto organizzativo e tali cambiamenti hanno generato sinergie importanti per tutto il Gruppo, permettendo al contempo di indirizzare le specifiche competenze nei diversi settori di attività. Basti a pensare che nel 2006 erano presenti le seguenti principali quattro divisioni:

1. La Divisione Mercato Italia aveva il compito di presidiare il mercato finale dell'energia elettrica e del gas sul territorio nazionale, sviluppando un'offerta integrata di prodotti e di servizi indirizzata alle diverse tipologie di clienti assicurando sempre il rispetto dei livelli qualitativi del servizio commerciale;
2. La Divisione Generazione ed Energy Management Italia aveva il compito di produrre energia elettrica a costi competitivi, nel rispetto delle normative a tutela dell'ambiente;
3. La Divisione Infrastrutture e Reti Italia garantiva la distribuzione di energia elettrica e di gas, ottimizzando la gestione delle reti e dei sistemi di misura;
4. La Divisione Internazionale aveva il compito di supportare la strategia di crescita internazionale di Enel, attraverso il rafforzamento delle competenze di ricerca, l'analisi e la definizione delle opportunità di acquisizione, nonché di gestione e di integrazione delle attività estere nei mercati dell'energia elettrica e del gas.

In data 31 luglio 2014, il Gruppo Enel si è dotato di una nuova struttura organizzativa, basata su una matrice Divisioni/Geografie e focalizzata sugli obiettivi industriali del Gruppo, con una chiara individuazione di ruoli e responsabilità al fine di:

- Perseguire e mantenere la leadership tecnologica nei settori in cui il Gruppo opera, assicurandone l'eccellenza operativa;
- Massimizzare il livello di servizio verso i clienti nei mercati locali. Grazie a questa nuova struttura, il Gruppo potrà beneficiare di una minore complessità nell'esecuzione delle azioni manageriali intraprese e nell'analisi dei fattori chiave di generazione del valore.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES



In particolare, la nuova struttura organizzativa del Gruppo Enel si articola in:

- **Divisioni** (Infrastrutture e Reti Globale, Generazione Globale, Global Trading, Energie Rinnovabili, Upstream Gas), cui è affidato il compito di gestire e sviluppare gli assets, ottimizzandone le prestazioni e il ritorno sul capitale investito, nelle varie aree geografiche di presenza del Gruppo; alle Divisioni è affidato inoltre il compito di migliorare l'efficienza dei processi gestiti e condividere le migliori pratiche a livello mondiale. Il Gruppo potrà beneficiare di una visione industriale centralizzata dei progetti nelle varie linee di business. Ogni singolo progetto sarà valutato non solo sulla base del ritorno finanziario, ma anche in relazione alle migliori tecnologie disponibili a livello di Gruppo;
- **Regioni e Paesi** (Italia, Iberia, America Latina, Europa dell'Est), cui è affidato il compito di gestire nell'ambito di ciascun Paese di presenza del Gruppo le relazioni con organi istituzionali e autorità regolatorie locali, nonché le attività di vendita di energia elettrica e gas, fornendo altresì supporto in termini di attività di staff ed altri servizi alle Divisioni;
- **Funzioni Globali di Servizio** (Acquisti e ICT), cui è affidato il compito di gestire le attività di information and communication technology e gli acquisti a livello di Gruppo;
- **Funzioni di Holding** (Amministrazione, Finanza e Controllo, Risorse Umane e Organizzazione, Comunicazione, Affari Legali e Societari, Audit, Rapporti con l'Unione Europea, Innovazione e Sostenibilità), cui è affidato il compito di gestire i processi di governance a livello di Gruppo.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

La nuova struttura organizzativa modificherà la struttura del reporting, l'analisi dei risultati economici e finanziari del Gruppo e, coerentemente, la rappresentazione dei risultati consolidati solo a partire dall'inizio del 2015, seguendo quanto stabilito dal principio contabile internazionale IFRS 8 in termini di "management approach".

E.ON

È una società di diritto tedesco costituita il 16 giugno del 2000 a seguito della fusione tra VEBA AG e VIAG AG, creando così il secondo più grande gruppo industriale in Germania (in termini di capitalizzazione di mercato al termine dell'anno 2005). La Società si è sviluppata anche attraverso acquisizioni, tra cui le acquisizioni dell'utility inglese Powergen nel 2002 e quelle di Ruhrgas nel 2003. Come stabilito dagli "Articles of Association", il Gruppo, iscritto nel registro delle imprese di Düsseldorf, ha come oggetto sociale la generazione e/o produzione, il trasporto, l'acquisto, la vendita e il commercio del gas e dell'energia elettrica. Può inoltre procedere anche alla costruzione di stabilimenti ed è anche autorizzata a condurre operazioni nel settore chimico, del real estate e delle telecomunicazioni¹²². E.on è una delle più grandi aziende a capitale interamente privato al mondo nel settore dell'energia elettrica e del gas. Opera in Europa, in Russia e in Nord America, ma è presente anche in Brasile e in Turchia dove gestisce dei business insieme ad altri partner. Il suo business diversificato riguarda fonti rinnovabili, convenzionali e generazione distribuita, gas naturale, trading, vendita e distribuzione. Serve circa 35 milioni di clienti, dispone di un ampio mix energetico di circa 61 GW di capacità produttiva ed è una delle aziende leader mondiali nel campo delle energie rinnovabili. Il Gruppo, guidato dal Group Management con sede centrale a Düsseldorf, si articola in global units o market units (per funzione) e in regional units (per nazione). Cinque global unit gestiscono i business di portafoglio di generazione di energia elettrica, fonti rinnovabili, trading, progetti di sviluppo tecnologico e soluzioni per gli impianti di generazione, ricerca e innovazione e esplorazione e produzione di petrolio e gas. Le cinque market units risultano essere:

- Central Europe;
- Pan European Gas;

¹²² <http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/e-on.pdf>.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- U.K.;
- Nordic;
- U.S. Midwest¹²³.

Mentre le undici regional unit gestiscono, nel continente europeo, le attività di vendita, le reti nazionali di trasmissione elettrica e le attività di generazione distribuita. Inoltre, il Gruppo è impegnato nella produzione e nella vendita all'ingrosso di energia in Russia, una nazione con "focus speciale", mentre E.on International Energy è la unit creata per ingrandire il business oltre i confini europei.

EDF

Électricité de France (EDF) è la maggiore azienda produttrice e distributrice di energia in Francia. Venne fondata l'8 aprile 1946, come risultato della nazionalizzazione di un certo numero di produttori, trasportatori e distributori di elettricità, dal ministro per la produzione industriale Marcel Paul. Fino al novembre 2004 era un'azienda statale (EPIC, acronimo per Établissement public à caractère industriel et commercial, ossia ente pubblico a carattere industriale e commerciale), ma dal 19 novembre 2004¹²⁴ è diventata una società anonima a capitale pubblico e dall'8 novembre 2005 è quotata in borsa. La trasformazione in una società anonima è stata effettuata per diversi motivi:

- Prima di tutto, lo status di EDF come EPIC le forniva un vantaggio sui suoi concorrenti durante il processo di apertura del mercato dell'elettricità, poiché poteva beneficiare della garanzia illimitata dello Stato e quindi ottenere prestiti a tassi inferiori;
- In secondo luogo, EDF poteva aumentare il proprio capitale con l'ingresso di nuovi investitori come soci e di dedicarsi ad altri mercati oltre a quello dell'elettricità, senza essere più soggetta al "principio di specialità"¹²⁵;

¹²³ <http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/e-on.pdf>.

¹²⁴ Il cambiamento di status di EDF, annunciato nel marzo 2004 dal governo francese, divenne effettivo il 9 agosto 2004 con l'approvazione della "Loi relative au service public de l'électricité et du gaz et aux entreprises électriques et gazières" (legge relativa al servizio pubblico dell'elettricità e del gas e alle aziende elettriche e del gas), pubblicata poi sul Journal officiel il 19 novembre 2004.

¹²⁵ Grazie al "principio di specialità" la EDF aveva il pieno diritto di vendere elettricità. Lo scopo di questo principio era proprio quello di far concentrare l'attività delle aziende come EDF nel loro settore specifico, impedendo loro di entrare in altri mercati.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Lo status di società anonima, in cui lo Stato può mantenere una quota di proprietà dominante (la legge prescrive addirittura che questa quota non sia inferiore al 70%) non è in contrasto con il ruolo di servizio pubblico.

EDF ha detenuto il monopolio della distribuzione, ma non della produzione, dell'elettricità in Francia fino al 1999, quando è stata recepita la prima direttiva della Commissione Europea per armonizzare le regolamentazioni nel mercato dell'elettricità. Attualmente EDF è uno dei più grandi produttori di elettricità al mondo. Nel 2003 ha prodotto il 22% dell'elettricità dell'Unione Europea, le cui quantità di produzione rilevano un andamento in percentuale rilevante per l'energia nucleare:

- Nucleare: 74,5%;
- Idroelettrica: 16,2%;
- Termica: 9,2%;
- Eolica e altre fonti rinnovabili: 0,1%.

Negli anni successivi la percentuale di energia nucleare prodotta risulta addirittura aumentata, giungendo all'85,8% nel 2005, mentre la percentuale della produzione idroelettrica è diminuita, attestandosi al 4,2% nel 2005. Queste tendenze sono in contrasto con gli obiettivi definiti dalla Commissione Europea, cioè ottenere il 21% di elettricità di origine rinnovabile nel 2010. Nel 2004 EDF gestisce 58 reattori nucleari attivi distribuiti in 19 diverse centrali nucleari e composti da 34 reattori da 900 MW, 20 da 1300 MW e 4 da 1450 MW, tutti della tipologia ad acqua pressurizzata. EDF è presente anche in Italia con una partecipazione del 99,48% in Edison.

Finita questa breve presentazione delle società, analizzeremo i bilanci secondo gli IAS/IFRS. Tutti i dati di seguito riportati sono stati reperiti sui siti ufficiali pubblicati dalle singole società. Tali bilanci sono stati personalmente elaborati al fine di rendere più agevole la comparazione temporale analizzando ciascun scenario geografico nell'ambito del mercato europeo. In particolare per quanto riguarda l'analisi della redditività, ho provveduto a calcolare la media dei valori a disposizione sul capitale investito nelle società.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

4.1.2. Bilanci Consolidati

CONSOLIDATED STATEMENTS OF INCOME (2006-2014)

conto economico ENEL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
sales	38.776	43.673	61.184	64.362	73.377	79.514	84.889	80.535	75.791
cost	32.957	36.683	51.643	53.330	62.119	68.236	77.154	70.591	72.704
OPERATING INCOME (A-B)	5.819	6.990	9.541	11.032	11.258	11.278	7.735	9.944	3.087
financial result	651	902	3.162	1.687	3.184	2.928	2.915	2.727	3.165
INCOME BEFORE TAXES	5.168	6.088	6.379	9.345	8.074	8.350	4.820	7.217	-78
taxes	2.067	2.002	585	2.597	2.401	3.027	2.745	2.437	-850
income/loss (-) from continuing operations	3.101	4.086	5.794	6.748	5.673	5.323	2.075	4.780	772
income/loss (-) from discontinued operations		127	240	-158					
NET INCOME	3.101	4.213	6.034	6.590	5.673	5.323	2.075	4.780	772

conto economico E.ON

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
sales	64.091	68.731	86.753	79.974	92.863	112.954	132.093	122.450	111.556
cost	57.749	58.276	81.807	66.013	81.616	113.711	127.416	117.285	112.141
OPERATING INCOME (A-B)	6.342	10.455	4.946	13.961	11.247	-757	4.677	5.165	-585
financial result	995	772	2.351	2.461	2.184	2.154	1.403	1.959	1.794
INCOME BEFORE TAXES	5.347	9.683	2.595	11.500	9.063	-2.911	3.274	3.206	-2.379
taxes	40	2.289	863	2.858	1.946	-1.036	698	703	576
income/loss (-) from continuing operations	5.307	7.394	1.732	8.642	7.117	-1.875	2.576	2.503	-2.955
income/loss (-) from discontinued operations	775	330	-128	27	-836	14	37	7	-175
NET INCOME	6.082	7.724	1.604	8.669	6.281	-1.861	2.613	2.510	-3.130

conto economico EDF

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
sales	58.932	59.637	64.279	66.336	65.320	65.307	72.729	75.594	72.874
cost	49.576	49.646	56.368	56.229	59.080	57.021	64.484	67.183	64.890
OPERATING INCOME (A-B)	9.356	9.991	7.911	10.107	6.240	8.286	8.245	8.411	7.984
financial result	2.438	2.366	2.815	4.405	4.292	3.735	3.362	2.714	2.372
INCOME BEFORE TAXES	6.918	7.625	5.096	5.702	1.948	4.551	4.883	5.697	5.612
taxes	1.146	1.841	1.561	1.614	1.079	1.305	1.586	1.942	1.839
income/loss (-) from continuing operations	5.772	5.784	3.535	4.088	869	3.246	3.297	3.755	3.773
income/loss (-) from discontinued operations	5	9			380		260		
NET INCOME	5.777	5.793	3.535	4.088	1.249	3.246	3.557	3.755	3.773

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS - ASSETS (2006-2014)

stato patrimoniale - attività ENEL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NON CURRENT ASSETS	41.500	93.339	100.304	130.995	130.277	133.839	133.117	128.584	117.675
CURRENT ASSETS	13.000	22.176	27.652	28.890	36.157	35.585	38.222	35.323	42.181
ASSETS HELD FOR SALE		8.233	5.251	572	1.618	381	317	241	6.778
TOTAL ASSETS	54.500	123.748	133.207	160.457	168.052	169.805	171.656	164.148	166.634

stato patrimoniale - attività E.ON

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NON CURRENT ASSETS	96.344	105.804	106.436	113.068	106.657	102.221	96.563	96.089	83.065
CURRENT ASSETS	30.541	30.913	46.080	37.295	44.181	50.031	38.602	33.753	36.855
ASSETS HELD FOR SALE	347	577	4.529	2.273	2.043	620	5.261	303	5.770
TOTAL ASSETS	127.232	137.294	157.045	152.636	152.881	152.872	140.426	130.145	125.690

stato patrimoniale - attività EDF

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
NON CURRENT ASSETS	130.824	134.572	141.132	180.435	158.744	163.026	181.792	183.485	195.202
CURRENT ASSETS	48.122	51.308	59.154	60.214	63.670	67.980	68.085	69.697	72.769
ASSETS HELD FOR SALE	140	269	2	1.265	18.145	701	241	3.619	18
TOTAL ASSETS	179.086	186.149	200.288	241.914	240.559	231.707	250.118	256.801	267.989

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CONSOLIDATED BALANCE SHEETS – EQUITY AND LIABILITIES (2006-2014)

stato patrimoniale - patrimonio netto e passività ENEL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
capital stock	6.176	6.184	6.186	9.403	9.403	9.403	9.403	9.403	9.403
consolidated reserves and income	12.849	17.605	20.109	34.950	44.142	45.037	43.755	43.436	41.742
EQUITY	19.025	23.789	26.295	44.353	53.545	54.440	53.158	52.839	51.145
financial liabilities	12.310	53.826	54.158	58.814	54.842	51.010	58.512	53.370	48.655
provisions for pensions and similar obligations	6.784	9.382	9.832	11.956	12.095	10.831	11.711	11.743	10.179
deferred tax liabilities	2.504	4.304	6.880	10.245	11.336	11.505	11.753	10.905	9.220
other liabilities	1.044	3.333	3.431	1.829	1.244	1.313	1.151	1.266	1.464
NON CURRENT LIABILITIES	22.642	70.845	74.301	82.844	79.517	74.659	83.127	77.284	69.518
financial liabilities	2.350	9.575	11.031	12.235	12.880	18.139	11.165	10.859	16.182
trade payables and other operating liabilities	6.188	9.622	10.600	11.174	12.373	12.931	13.903	13.004	13.419
deferred tax liabilities	189	525	1.991	1.482	687	671	364	308	253
other liabilities	4.106	5.275	7.198	8.145	8.052	8.907	9.931	9.834	10.827
CURRENT LIABILITIES	12.833	24.997	30.820	33.036	33.992	40.648	35.363	34.005	40.681
liabilities associated with assets held for sale		4.117	1.791	224	998	58	8	20	5.290
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	54.500	123.748	133.207	160.457	168.052	169.805	171.656	164.148	166.634

stato patrimoniale - patrimonio netto e passività E.ON

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
capital stock	1.799	1.734	2.001	2.001	2.001	2.001	2.001	2.001	2.001
consolidated reserves and income	50.963	53.396	36.426	41.954	43.584	37.612	36.818	34.384	24.712
EQUITY	52.762	55.130	38.427	43.955	45.585	39.613	38.819	36.385	26.713
financial liabilities	17.385	21.980	31.811	40.125	37.206	33.081	28.055	25.533	24.777
provisions for pensions and similar obligations	20.406	20.963	22.757	21.692	23.631	25.672	28.575	26.888	31.376
deferred tax liabilities	7.294	7.555	6.515	7.505	7.157	6.786	6.781	7.358	5.720
other liabilities	2.189	1.904	1.890	1.506	1.586	1.590	1.590	1.275	1.462
NON CURRENT LIABILITIES	47.274	52.402	62.973	70.828	69.580	67.129	65.001	61.054	63.335
financial liabilities	4.055	9.541	20.282	11.835	8.561	10.870	8.080	9.395	8.003
trade payables and other operating liabilities	14.604	10.873	20.360	12.844	13.522	15.262	10.471	8.104	12.570
deferred tax liabilities	619	1.354	2.153	1.643	2.578	4.425	1.391	1.718	797
other liabilities	7.918	7.381	11.700	10.255	12.835	15.467	15.467	13.762	12.045
CURRENT LIABILITIES	27.196	29.149	54.495	36.577	37.496	46.024	35.409	32.979	33.415
liabilities associated with assets held for sale		613	1.150	1.276	220	106	1.197	307	2.227
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	127.232	137.294	157.045	152.636	152.881	152.872	140.426	130.725	125.690

stato patrimoniale - patrimonio netto e passività EDF

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
capital stock	911	911	911	924	924	924	924	930	930
consolidated reserves and income	23.888	27.885	23.931	31.801	35.979	33.983	29.788	37.940	39.680
EQUITY	24.799	28.796	24.842	32.725	36.903	34.907	30.712	38.870	40.610
financial liabilities	56.210	54.564	64.100	84.639	84.907	84.457	89.531	86.331	91.620
provisions for pensions and similar obligations	43.124	44.038	43.415	52.134	49.465	51.560	61.688	62.475	68.596
deferred tax liabilities	4.646	4.435	4.086	7.652	4.865	4.479	5.601	5.004	4.315
other liabilities	5.385	5.624	5.628	5.725	1.894	4.989	4.218	3.955	4.956
NON CURRENT LIABILITIES	109.365	108.661	117.229	150.150	141.131	145.485	161.038	157.765	169.487
financial liabilities	19.128	21.614	23.680	22.418	27.776	16.757	21.415	19.760	20.118
trade payables and other operating liabilities	9.457	9.867	13.957	13.348	12.805	13.681	14.643	14.312	14.184
deferred tax liabilities	621	391	383	564	396	571	1.224	1.348	441
other liabilities	15.600	16.706	20.197	22.298	8.674	19.900	21.037	22.457	23.149
CURRENT LIABILITIES	44.806	48.578	58.217	58.628	49.651	50.909	58.319	57.877	57.892
liabilities associated with assets held for sale	116	114		411	12.874	406	49	2.289	
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	179.086	186.149	200.288	241.914	240.559	231.707	250.118	256.801	267.989

4.2. ENEL

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/E+D	0,349083	0,192237	0,1974	0,276417	0,318622	0,320603	0,309677495	0,321899	0,30693
D/E+D	0,650917	0,807763	0,8026	0,723583	0,681378	0,679397	0,690322505	0,678101	0,69307
E/non current liabilities	0,840253	0,335789	0,353898	0,53538	0,673378	0,729182	0,639479351	0,683699	0,735709
E/current liabilities	1,482506	0,951674	0,85318	1,342566	1,575224	1,339303	1,503209569	1,55386	1,257221
non current liab/current liab	1,764358	2,83414	2,410805	2,507689	2,339286	1,83672	2,350677262	2,272725	1,708857

I primi due indici esprimono il peso delle fonti, ottenuti rapportando ciascuna fonte al totale delle fonti, cioè al capitale finanziario. Ovviamente la somma dei due indici dà come risultato 1 che corrisponde al capitale finanziario. Negli anni 2007 e 2008

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

verifichiamo un'equity in diminuzione, i cui effetti derivano dall'operazione di Endesa. Mentre gli ultimi tre indici della tabella determinano il rapporto esistente tra una fonte ed un'altra.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
current liab/E+D	0,235468	0,201999	0,231369	0,205887	0,202271	0,23938	0,206010859	0,207161	0,244134
non current liab/E+D	0,41545	0,572494	0,557786	0,5163	0,473169	0,439675	0,484265042	0,470819	0,41719
liab assets held for sale/E+D	0	0,033269	0,013445	0,001396	0,005939	0,000342	4,66048E-05	0,000122	0,031746
D/E+D	0,650917	0,807763	0,8026	0,723583	0,681378	0,679397	0,690322505	0,678101	0,69307

Il primo indice della tabella corrisponde all'indebitamento corrente, il secondo all'indebitamento permanente, mentre il terzo racchiude le passività associate alle attività destinate alla vendita. La loro sommatoria corrisponde all'indice di indebitamento complessivo. In relazione alla prima tabella è possibile notare che negli anni 2007 e 2008 è aumentato l'indice di indebitamento complessivo passando dal 65% all'80%. Anche in questo caso, ciò è dovuto all'acquisto della partecipazione azionaria di Endesa, che verrà trattata nello specifico nelle successive pagine.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
D/E	1,864652	4,2019	4,065868	2,617726	2,138519	2,119122	2,229165883	2,106569	2,25807
non current liab/current liab	1,764358	2,83414	2,410805	2,507689	2,339286	1,83672	2,350677262	2,272725	1,708857

In questa tabella vengono rappresentati i quozienti di indebitamento complessivo e il quoziente di consolidamento del passivo. Noteremo che nel 2007, l'importo del debito è pari a quattro volte (4,2) l'importo dell'equity e, nello stesso anno, le passività non correnti risultano essere quasi tre volte (2,8) l'importo delle passività correnti.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/non current assets	0,458434	0,254867	0,262153	0,338585	0,411009	0,406757	0,399332918	0,41093	0,434629
(E+non current liab)/non current assets	1,004024	1,013874	1,002911	0,971007	1,021378	0,964584	1,023798613	1,011969	1,025392

Per quanto concerne l'analisi della solidità patrimoniale, sappiamo che un'azienda è solida quando ha buone probabilità di superare gli squilibri economici o finanziari correnti, in quanto il suo assetto patrimoniale le consente di assorbire tali effetti negativi senza compromettere la continuità della gestione. Il quoziente primario di

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

struttura esprime quanta parte delle attività non correnti vengono finanziate con l'equity. È raro riscontrare, nelle aziende, questo indice uguale o addirittura maggiore a 1, ecco perché viene considerato il quoziente secondario di struttura che, necessariamente, deve corrispondere all'unità.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROElordo = Income Before Taxes/E	0,271643	0,284393	0,254732	0,264551	0,164947	0,154651	0,089593	0,136174	-0,0015
ROElordo in %	27,16%	28,44%	25,47%	26,46%	16,49%	15,47%	8,96%	13,62%	-0,15%
ROE = Net Income/E	0,162996	0,196805	0,240955	0,186559	0,115896	0,098588	0,038569	0,090191	0,014848
ROI = Operating Income/E+D	0,106771	0,07843	0,074262	0,075133	0,06854	0,066762	0,045305	0,059225	0,018665
ROI in %	10,68%	7,84%	7,43%	7,51%	6,85%	6,68%	4,53%	5,92%	1,87%
ROS = Operating Income/V	0,150067	0,160053	0,155939	0,171405	0,153427	0,141837	0,091119	0,123474	0,04073
pci = V/E+D	0,711486	0,490025	0,476223	0,438338	0,446727	0,470696	0,497211	0,479655	0,458253
ROI = ROS*pci	0,106771	0,07843	0,074262	0,075133	0,06854	0,066762	0,045305	0,059225	0,018665
Tf	0,018351	0,01332	0,03057	0,015129	0,027614	0,025475	0,024929	0,023733	0,02791
q	1,864652	3,163311	4,130481	3,156721	2,355625	2,12874	2,173488	2,168052	2,181086
(1-a)	0,600039	0,692017	0,945916	0,70519	0,702626	0,637485	0,430498	0,662325	-9,89744
ROE = [ROI+(ROI-Tf)*q](1-a)	0,162996	0,196805	0,240955	0,186559	0,115896	0,098588	0,038569	0,090191	0,014848
ROE in %	16,30%	19,68%	24,10%	18,66%	11,59%	9,86%	3,86%	9,02%	1,48%

Ora si procede con l'analisi della redditività attraverso il calcolo del R.O.E. che verifica il grado di soddisfacimento del capitale di rischio, quindi dell'equity, cioè il potere di attrazione da parte della gestione nei riguardi di tale capitale. Nello specifico considerando l'anno 2006, per ogni 100 € immessi nella gestione di Enel, alla fine dell'anno alla società sono ritornati 16,30 centesimi sotto forma di reddito di esercizio. Invece, il R.O.E. lordo viene utilizzato ogni qualvolta si voglia prescindere dall'influenza degli oneri tributari gravanti sull'esercizio. È importante questo concetto perché dall'analisi dell'anno 2014 emerge un R.O.E. netto pari all'1,48% decisamente basso, ma soprattutto un R.O.E. lordo negativo di -0,15%, caso più unico che raro proprio perché il R.O.E. lordo deve essere maggiore al R.O.E. netto. Maggiori dettagli verranno illustrati nell'analisi dell'anno 2014 della società Enel¹²⁶. La tabella, inoltre, mostra il R.O.E. in relazione con il R.O.I., il tasso medio dei finanziamenti, il quoziente di indebitamento ed il coefficiente di defiscalizzazione. Si ricorda che il R.O.I. esprime il tasso di ritorno sul capitale investito nella gestione caratteristica ed è basato sull'indice di redditività delle vendite - R.O.S. - e l'indice di produttività del capitale investito - p_{ci} -.

Nelle successive pagine verranno evidenziati gli eventi che ho ritenuto rilevanti nel corso degli anni presi in considerazione ed attinenti alla società Enel. I principali

¹²⁶ Si rimanda per i dettagli alla nota n134 pag. 75.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dettagli sottodescritti sono stati desunti da ogni singola pagina di ogni singolo bilancio consolidato della società Gruppo Enel, redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

2006

- Nell'esercizio 2006, come si rileva dalla lettera agli azionisti e agli stakeholder¹²⁷, l'amministratore delegato Fulvio Conti ha evidenziato un aumento dell'EBITDA pari a 8.019 milioni di euro e un miglioramento dell'utile netto del Gruppo pari a 3.101 milioni di euro, depurato della plusvalenza relativa alla cessione di Terna (1.153 milioni di euro). La cessione di Terna ha permesso un aumento del dividendo nella distribuzione degli utili nel 2006;
- Maggiore penetrazione nei mercati di interesse attraverso l'integrazione, caso particolare Endesa, primo operatore elettrico in Spagna.

Nel 2006 Enel si è prefissato, come obiettivo globale, l'aumento della crescita attraverso una maggiore penetrazione nei mercati di interesse mediante una maggiore efficienza prodotta dall'integrazione nel Gruppo nelle realtà operative già esistenti e attraverso dei programmi di espansione internazionale. In particolare, grazie al possibile ed avvenuto acquisto della maggioranza partecipativa di Endesa¹²⁸ e attraverso gli importanti accordi raggiunti con Acciona, prima, per la gestione congiunta di Endesa, e successivamente con E.on per il suo ritiro dall'OPA su Endesa stessa contro cessione di alcuni assets, Enel ha raggiunto un importante risultato teso alla realizzazione di un grande Gruppo energetico europeo con una forte presenza in Spagna e nel resto del mondo.

¹²⁷ Con questo termine si individua un soggetto (o un gruppo di soggetti) influente nei confronti di un'iniziativa economica, sia essa un'azienda o un progetto. Fanno, ad esempio, parte di questo insieme: i clienti, i fornitori, i finanziatori come banche e azionisti (o shareholder), i collaboratori, ma anche gruppi di interesse locali o gruppi di interesse esterni, come i residenti di aree limitrofe all'azienda e le istituzioni statali relative all'amministrazione locale.)

¹²⁸ L'implementazione strategica dell'acquisto di Endesa è possibile riscontrarla nei successivi bilanci consolidati e trattati in questa tesi.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2007

- Incremento dell'indebitamento finanziario netto dovuto all'acquisizione di Endesa (che ha permesso ad Enel di diventare il secondo gruppo elettrico europeo);
- Aumento dell'EBITDA del 25% rispetto all'anno precedente ed aumento dell'utile netto del 31% (pari a 3.977 milioni di euro). L'EBITDA è pari a 10.023 milioni di euro, con un incremento pari a 2.004 milioni di euro dovuto essenzialmente ad una crescita generale di tutte le divisioni operative, mentre l'utile netto di esercizio è pari a 4.213 milioni di euro;
- Nuovi investimenti attribuiti alla Divisione Internazionale con il compito di supportare la strategia di crescita internazionale di Enel, garantendo il completamento del piano di ammodernamento del parco di produzione italiano e i programmi di sviluppo delle società estere.
- Nuovo assetto organizzativo del Gruppo grazie alla creazione di due nuove divisioni: "Iberia e America Latina", costituita per la presenza e il coordinamento delle attività di Enel nei mercati dell'energia elettrica e del gas in Spagna, Portogallo ed America Latina; "Ingegneria e Innovazione", con il compito di coordinare ed integrare le attività di ricerca del Gruppo assicurando lo sviluppo e la valorizzazione di opportunità di innovazione in tutte le aree, con particolare riguardo alle iniziative a forte valenza ambientale.

In questo ambito verrà analizzata l'**operazione Endesa**. Enel, attraverso la controllata Enel Energy Europe (EEE), ha incrementato, nel mese di marzo, la propria partecipazione in Endesa passando dal 9,99% al 24,97% del capitale sociale; inoltre, sempre a marzo, Enel ha siglato un accordo con Acciona (principale gruppo spagnolo operante in campo internazionale nello sviluppo e nella gestione di infrastrutture, servizi ed energia da fonti rinnovabili) per la gestione congiunta di Endesa mediante la formulazione di un'OPA. Tale accordo è stato soggetto ad una condizione sospensiva, successivamente soddisfatta, secondo la quale E.on non doveva acquistare più del 50% del capitale di Endesa mediante la propria OPA. In data 11 aprile 2007, a seguito della pubblicazione del risultato negativo dell'OPA su

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Endesa lanciata da E.on¹²⁹, Enel lancia un'offerta congiunta per l'acquisto del 100% delle azioni di Endesa. I managers di Endesa hanno rilasciato un giudizio positivo per tale offerta, pertanto, a conclusione dell'OPA, Enel è riuscita a possedere il 67,05% del capitale sociale di Endesa (per un totale di 709.923.858 azioni) mentre Acciona è risultata possederne, direttamente e indirettamente, il 25,01% (per un totale di 264.793.905 azioni). A seguito del raggiungimento del controllo congiunto di Endesa, è stato costituito un accordo con E.on per la vendita delle partecipazioni di Endesa verso la controparte in una data futura prestabilita. Tale accordo rispetta le condizioni dettate dall'Unione Europea in materia di antitrust, dove appunto, grazie ad un apposito trustee, la gestione di Enel risulta essere indipendente sino alla data trasferimento ad E.on delle partecipazioni che la società italiana si è impegnata a cedere a quella tedesca.

Al fine di far fronte agli impegni finanziari connessi all'operazione sopra descritta, il CdA di Enel ha approvato, nella seduta del 9 aprile 2007, alcune operazioni finanziarie. In particolare è stata approvata la stipula di una linea di credito sindacata, dell'importo complessivo di 35 miliardi di euro. Tale linea di credito, finalizzata alla copertura integrale degli oneri connessi all'acquisizione di azioni Endesa, risulta articolata in tre tranche con le seguenti caratteristiche:

- Tranche A di 10 miliardi di euro a 1 anno, con possibilità di estensione per un periodo di ulteriori 18 mesi;
- Tranche B di 15 miliardi di euro a tre anni;
- Tranche C di 10 miliardi di euro a cinque anni.

Dove il tasso di interesse utilizzato è variabile in funzione del rating pro tempore di Enel e la linea di credito è rimborsabile anticipatamente, in tutto o in parte, senza penali.

Ai fini del finanziamento di tale operazione, nonché della ridefinizione dell'indebitamento del Gruppo, il CdA ha anche approvato:

- Il rinnovo del programma di emissione del Global Medium Term Notes, elevandone l'importo da 10 a 25 miliardi di euro;

¹²⁹ E, quindi, con il verificarsi della condizione sospensiva inserita nell'accordo.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- L'emissione da parte di Enel, nell'ambito del programma di cui sopra, di uno o più prestiti obbligazionari, in euro o altra valuta, da collocare presso investitori istituzionali entro il 31 dicembre 2007, per l'importo complessivo pari al controvalore di 5 miliardi di euro.

In esecuzione di tale delibera, in data 13 giugno 2007 Enel ha lanciato sul mercato un'emissione obbligazionaria multitranches per totali 3.350 milioni di euro e 1.100 milioni di sterline.

Il 26 luglio 2007 Enel ha emesso prestiti obbligazionari da collocare presso investitori istituzionali entro il 30 giugno 2008, per un importo complessivo massimo di 10 miliardi di euro. L'operazione fa parte del programma di rifinanziamento del debito di Enel e in particolare della già citata linea di credito da 35 miliardi di euro. In esecuzione di tale delibera, il 13 settembre 2007, Enel, attraverso la controllata Enel Finance International, ha lanciato un'emissione obbligazionaria multitranches per un totale di 3,5 miliardi di dollari statunitensi (circa 2,5 miliardi di euro) così strutturata:

- 1 miliardo di dollari statunitensi (circa 0,7 miliardi di euro) a tasso fisso 5,70% con durata quinquennale;
- 1,5 miliardi di dollari statunitensi (circa 1,1 miliardi di euro) a tasso fisso 6,25% con durata decennale;
- 1 miliardo di dollari statunitensi (circa 0,7 miliardi di euro) a tasso fisso 6,80% con durata trentennale.

Il finanziamento è stato interamente coperto da operazioni di cross currency swap che hanno ricondotto ciascuna tranches in euro a tasso fisso. L'emissione obbligazionaria, guidata da un sindacato di banche, ha raccolto adesioni pari a circa 6 miliardi di dollari statunitensi, di gran lunga superiore all'offerta.

Inoltre, dal 19 novembre 2007 al 7 dicembre 2007 è stata aperta la possibilità di aderire ad un prestito obbligazionario lanciato sul mercato italiano per un valore complessivo di due miliardi di euro. Tale importo è stato aumentato a 2,3 miliardi di euro (1 miliardo di euro a tasso fisso e 1,3 miliardi di euro a tasso variabile) a seguito

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

dell'eccesso di domanda da parte degli investitori. Il prestito, con durata di sette anni e un mese, verrà rimborsato interamente alla scadenza (gennaio 2015). Due dei 2,3 miliardi di euro ricavati dal bond retail sono stati destinati alla riduzione della linea di credito originaria da 35 miliardi di euro, il cui valore residuo è stato così ridotto a 19,5 miliardi di euro (in precedenza la linea era stata ridotta a 30 miliardi di euro nel mese di giugno, a 28 miliardi di euro nel mese di settembre, a 23 miliardi di euro a ottobre e a 21,5 miliardi di euro nel mese di novembre 2007).

2008

- L'EBITDA ha subito un incremento del 45,5% rispetto all'anno precedente pari a 14.318 milioni di euro, si incrementa di 4.478 milioni di euro. Tale incremento è dovuto essenzialmente a una crescita generalizzata di tutte le Divisioni operative, e in particolare della Divisione Iberia e America Latina che riflette l'effetto positivo derivante dal diverso periodo di consolidamento di Endesa.
- Il risultato netto del Gruppo del 2008 ammonta a 6.034 milioni di euro, tale risultato risente del buon andamento della gestione operativa, parzialmente compensato dall'incremento degli oneri finanziari netti e degli effetti positivi derivanti dalla diminuzione delle imposte sul reddito. In particolare, tale ultima variazione include sia gli effetti positivi netti (pari a 1.858 milioni di euro) derivanti dall'adeguamento della fiscalità differita conseguente al riallineamento delle differenze tra valori civilistici e fiscali relativi a talune immobilizzazioni materiali, al netto dell'onere della relativa imposta sostitutiva prevista dalla Legge Finanziaria per il 2008, sia gli effetti negativi (pari a 290 milioni di euro) derivanti dalla maggiorazione dell'aliquota Ires (D.L. n. 112/08) prevista per le società operanti nella produzione e commercializzazione di energia elettrica e gas.
- Nel mese di marzo si è conclusa l'acquisizione in Russia di OGK-5 decretando con successo la fase di espansione internazionale del Gruppo. Inoltre, è stata costituita la nuova Divisione Energie Rinnovabili dedicata allo sviluppo internazionale. L'energia prodotta da Enel nel 2008 è aumentata di 99,7 TWh (+65,0%) per effetto sia della maggior produzione realizzata all'estero (+97,6 TWh, di cui 76,1 TWh e 22,5 TWh derivanti,

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

rispettivamente, dal diverso periodo di consolidamento di Endesa e dall'acquisizione di OGK-5, al netto degli effetti derivanti dal deconsolidamento del Gruppo Viesgo), sia dell'incremento di produzione sul territorio italiano (+2,1 TWh). Inoltre, tra i fatti rilevanti, rientrano il processo di privatizzazione di Electrica Muntenia Sud e il progetto di una nuova centrale termoelettrica nel sito di Braila.

Ora analizzeremo l'OPA verso **OGK-5**. In data 6 marzo 2008, Enel attraverso una sua controllata, Enel Investment Holding (EIH), è riuscita ad acquistare un pacchetto azionario pari al 22,65% del capitale di OGK-5, per un totale di 8.012.088.702 azioni. Tali azioni, sommate alla partecipazione del 37,15% del capitale di OGK-5 già posseduta da EIH prima del lancio dell'OPA, hanno garantito a EIH la titolarità del 59,8% del capitale di OGK-5. Il corrispettivo versato da parte di EIH in sede di OPA è di 4,4275 rubli per azione, per un controvalore complessivo di circa 993 milioni di euro. Successivamente, EIH ha ceduto a European Bank for Reconstruction and Development una partecipazione di minoranza pari al 4,1% circa del capitale di OGK-5, per un corrispettivo pari a circa 175 milioni di euro, ed ha acquisito da ex dirigenti della società lo 0,16% del relativo capitale. Per effetto di tali operazioni la partecipazione di EIH nella società OGK-5, al 31 dicembre 2008, risulta pari al 55,86%.

Inoltre, in data 18 marzo 2008 Enel, Acciona ed E.on hanno raggiunto un accordo teso a modificare parzialmente l'individuazione delle attività detenute da **Endesa** oggetto di vendita a E.on in base al contratto stipulato tra le parti il 2 aprile 2007. In particolare, in base alle modifiche convenute, le centrali termoelettriche localizzate in Spagna a Foix (per una capacità installata di 520 MW a olio combustibile, che include un progetto in fase di sviluppo di un impianto a ciclo combinato da 800 MW) e Besos 3 (impianto a ciclo combinato per una capacità installata di 388 MW) sono state sostituite con la centrale termoelettrica di Tarragona (impianto a ciclo combinato per una capacità installata di 395 MW). A comunicazione avvenuta da parte delle banche incaricate a stimare le valutazioni delle attività di Endesa e di Enel oggetto di vendita a E.on, in data 28 marzo 2008 il CdA di E.on ha formalmente comunicato l'intenzione di procedere nell'acquisto. Una volta ottenute le necessarie

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

autorizzazioni amministrative, il 26 giugno 2008 è stata perfezionata la vendita a E.on. In aggiunta, però, le parti hanno convenuto di non dare più seguito alla prevista cessione a E.on dei diritti di prelievo di energia elettrica da fonte nucleare prodotta dalle centrali di Endesa in Spagna (450 MW per 10 anni), contemplata dal contratto del 2 aprile 2007. In sintesi, la transazione è stata effettuata per un valore complessivo di circa 11,5 miliardi di euro, comprensivo del debito (pari a circa 1,8 miliardi di euro) trasferito con le società oggetto di cessione e al netto delle partecipazioni detenute da soci di minoranza. In particolare:

- La partecipazione totalitaria di Endesa in Endesa Europa è stata venduta a E.on per un corrispettivo di 7.126 milioni di euro, cui si sommano 1.159 milioni di euro per il saldo della posizione finanziaria netta intragruppo;
- La cessione delle centrali termoelettriche spagnole di Tarragona e di Los Barrios è avvenuta per un importo pari a 769 milioni di euro;
- Le attività del Gruppo Enel relative a Viesgo sono state vendute a E.on per un corrispettivo di 702,5 milioni di euro.

Oltre a ciò, in data 25 aprile 2008, nell'ambito del processo di privatizzazione di Electrica Muntenia Sud (EMS) e in conformità con quanto previsto dal contratto per la privatizzazione di tale società stipulato l'11 giugno 2007, Enel ha acquistato da Electrica il 50% del capitale sociale di EMS per un corrispettivo di 395 milioni di euro. L'assemblea dei soci di EMS ha contestualmente deliberato un aumento del capitale sociale, che è stato sottoscritto da parte di Enel per un controvalore di 425 milioni di euro. In funzione dell'esercizio del diritto di sottoscrivere pro quota l'aumento di capitale da parte dei soci di minoranza di EMS, la partecipazione definitiva di Enel è pari al 64,4% del capitale di EMS. Contestualmente all'operazione di acquisto della società ed in adempimento del sopra citato contratto di privatizzazione, Enel ha concesso a Electrica un'opzione triennale a fronte della quale, quest'ultima, avrà la facoltà di vendere un quantitativo minimo del 13,6% delle azioni di EMS ancora detenute, nonché ogni altra azione non venduta ai dipendenti di EMS, in virtù del diritto di questi ultimi a sottoscrivere, in occasione della privatizzazione, una quota massima del 10% del capitale privatizzato. Conseguentemente, le azioni oggetto di opzione potranno variare da un minimo di

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

circa il 13,6% a un massimo del 23,6% (nel caso in cui nessun lavoratore decida di avvalersi del diritto di sottoscrizione).

Un'altra iniziativa che ha impegnato Enel, attraverso un consorzio con E.on Kraftwerke, è stata quella del 18 giugno 2008 quando si è sottoscritto un accordo con la società rumena Termoelectrica per avviare un progetto di costruzione, nel sito produttivo di Braila, di una nuova centrale termoelettrica da 800 MW alimentata a carbone che utilizzerà le più moderne tecnologie e sarà pienamente in linea con gli standard ambientali dettati dall'Unione Europea. Secondo tale accordo, Termoelectrica si impegna a conferire gli assets della esistente centrale di Braila di sua proprietà alla joint venture, mentre il consorzio (e quindi anche Enel) apporta il capitale necessario all'investimento, ottenendo di conseguenza la maggioranza delle azioni della joint venture.

2009

- La società ha conseguito un EBITDA di crescita del 12% circa rispetto all'anno precedente, attestandosi a 16.036 milioni di euro. Tale incremento è dovuto essenzialmente al cambio di metodo del consolidamento di Endesa e al miglioramento dell'efficienza operativa;
- L'utile netto è pari a 6.590 milioni di euro, tale risultato risente del buon andamento della gestione operativa, che beneficia sostanzialmente del cambio di metodo di consolidamento di Endesa, nonché dei minori oneri finanziari netti inclusivi del provento (+970 milioni di euro) derivante dall'esercizio anticipato della put option concessa da ENEL ad Acciona sul 25,01% delle azioni di Endesa.

Tali effetti positivi, mostrati nei precedenti due punti, sono parzialmente compensati dalla rilevazione nel 2008 del beneficio derivante dall'adeguamento (al netto dell'onere della relativa imposta sostitutiva) della fiscalità differita conseguente al riallineamento delle differenze tra valori civilistici e fiscali relativi a talune immobilizzazioni materiali, nonché dal minor risultato del 2009 relativo alle discontinued operations. Tali aumenti sono risultati inferiori rispetto ai precedenti

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

anni a causa della crisi dell'economia mondiale. È stata, altresì, rafforzata la solidità patrimoniale attraverso:

- L'aumento del capitale sociale;
- L'emissione di titoli obbligazionari;
- Il miglioramento del cash flow operativo.

Nel primo caso, l'assemblea straordinaria di Enel, in data 29 aprile, ha attribuito al CdA la delega ad aumentare a pagamento, entro il 31 dicembre 2009, il capitale sociale per un importo complessivo massimo, comprensivo di sovrapprezzo, di 8 miliardi di euro, mediante emissione di azioni ordinarie del valore di 1 euro cad., da offrire in opzione agli azionisti dell'emittente. Il CdA il 6 maggio 2009 ha attuato le direttive dell'assemblea straordinaria. In data 28 maggio l'organo esecutivo ha determinato le condizioni definitive dell'aumento di capitale, fissando in 2,48 euro, di cui 1,48 euro a titolo di sovrapprezzo, il prezzo unitario di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione e determinando il rapporto di assegnazione in opzione in misura pari a 13 azioni di nuova emissione ogni 25 azioni già possedute. Conseguentemente l'aumento del capitale sociale ammonta a 3.216.938.192 euro. La Cassa Depositi e Prestiti ed il MEF¹³⁰, in qualità di azionisti di riferimento della società, hanno deliberato la loro adesione all'aumento di capitale, in particolare la Cassa Depositi e Prestiti ha aderito sia per la parte di sua competenza sia per quella di competenza del MEF. Medio Banca, JP Morgan, Banca IMI, Bank of America – Merrill Lynch, Goldman, Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse, Unicredit ed altre 26 banche hanno stipulato con la società un contratto di garanzia in base al quale si sono impegnate a sottoscrivere l'aumento di capitale fino all'importo massimo complessivo di 5,5 miliardi di euro, ossia l'intera parte eventualmente rimasta inoptata al termine dell'offerta in borsa, al netto della quota di spettanza del MEF. L'azionista Cassa Depositi e Prestiti ha sottoscritto azioni ordinarie Enel di nuova emissione pari al 31,24% delle azioni oggetto dell'offerta e il 10,69% del nuovo capitale sociale. Quindi la Cassa Depositi e Prestiti risulta titolare di una partecipazione pari al 17,36% del capitale sociale di Enel, mentre la partecipazione diretta del MEF si attesta al 13,88% del capitale stesso.

¹³⁰ Ministero Economia e Finanze.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Per quanto concerne l'emissione di titoli obbligazionari, il 10 settembre Enel, attraverso la sua controllata Enel Finance International, ha lanciato sul mercato internazionale un'emissione obbligazionaria multi-tranche destinata a investitori istituzionali e suddivisa in euro e in sterline inglesi per un totale di 6,5 miliardi. L'operazione, guidata da un sindacato di banche composto da BNP Paribas e Deutsche Bank, ha raccolto numerosi adesioni ed è strutturata in 4 tranches:

- 1.500 milioni di euro a tasso fisso 4% con scadenza 2016;
- 2.500 milioni di euro a tasso fisso 5% con scadenza 2022;
- 850 milioni di sterline inglesi al tasso fisso 5,625% con scadenza 2024;
- 1.400 milioni di sterline inglesi al tasso fisso 5,75% con scadenza 2040¹³¹.

Il 30 settembre si è proceduto all'emissione di un'altra obbligazione multi-tranche destinata a investitori istituzionali per un totale di 4.500 milioni di dollari statunitensi¹³². L'operazione, guidata da un sindacato di banche composto da Citigroup Global Markets e J.P.Morgan Securities, Bank of America Securities, Barclays Capital, Credit Suisse Securities, Deutsche Bank Securities e Morgan Stanley & Co., ha raccolto numerosi adesioni ed è strutturata in 3 tranches:

- 1.250 milioni di dollari statunitensi a tasso fisso 3,875% con scadenza 2014
- 1.750 milioni di dollari statunitensi a tasso fisso 5,125% con scadenza 2019
- 1.500 milioni di dollari statunitensi a tasso fisso 6,00% con scadenza 2039

In sintesi, nel 2009 l'EBITDA e i dividendi sono cresciuti in maniera inferiore rispetto i precedenti anni, a causa della crisi economia mondiale. È stata però rafforzata la solidità patrimoniale, attraverso l'aumento del capitale sociale, l'emissione di titoli obbligazionari e il miglioramento del cash flow operativo.

2010

- Nonostante la perdurante situazione di instabilità e incertezza mondiale dal punto di vista economico e finanziario, nel 2010 Enel è riuscita a generare flussi di cassa elevati e crescenti grazie anche alla diversificazione dei mercati di presenza ed al contributo determinante dell'America Latina e di

¹³¹ Tutte le tranches sono quotate presso la Borsa di Dublino.

¹³² Controvalore 3.073 milioni di euro.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

tutto il perimetro internazionale. In quest'anno si è aggiudicata il primato a livello europeo nel segmento delle utility per EBITDA, portato a 17.500 milioni di euro, con un incremento di circa del 9%, mentre il risultato netto di Gruppo è pari a 5.673 milioni di euro.

- Quotazione di Enel Green Power, che ha permesso un maggior rafforzamento del profilo patrimoniale;
- Riduzione dell'indebitamento attraverso la cessione di assets non strategici.

Il profilo patrimoniale è stato ulteriormente rafforzato con la quotazione presso le Borse di Milano e spagnole di Enel Green Power, società con cui il Gruppo Enel opera nel business delle rinnovabili. Questa operazione si è rivelata la più grande Initial Public Offering (IPO)¹³³ realizzata dal 2007 in Italia e in Europa. Inoltre, un'attenta gestione della cassa operativa e la valorizzazione di alcuni assets non strategici attraverso un selettivo piano di cessioni, tra cui la rete di trasmissione ad alta tensione e la rete di distribuzione del gas di Endesa in Spagna, hanno contribuito al pieno raggiungimento del target di riduzione dell'indebitamento netto, attestatosi a fine 2010 a un valore inferiore a 45 miliardi di euro, ridotto quindi di circa 6 miliardi di euro rispetto al precedente esercizio.

2011

- Il 2011 è stato un esercizio caratterizzato da una persistente fase di incertezza a cui ha contribuito l'evento sismico che ha visto coinvolto la centrale nucleare giapponese di Fukushima Daiichi (in Italia il referendum abrogativo ha segnato l'uscita del Paese e dell'Enel dal programma di sviluppo nucleare) ed i tumulti della "primavera araba";
- Enel ha registrato un EBITDA di 17.700 milioni di euro, con un incremento di circa del 1.14%, mentre il risultato netto è pari a 5.323 milioni di euro e, grazie al piano di riduzione del debito, è riuscita a raggiungere una posizione finanziaria netta pari a 44,6 miliardi di euro.

¹³³ Acronimo del termine inglese Initial Public Offering, indica l'offerta al pubblico di titoli di un società che ricorre al mercato dei capitali per la prima volta.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2012

- In quest'anno, in piena crisi mondiale che ha colpito principalmente l'Europa, l'EBITDA è stato pari a 16.700 milioni di euro, con un decremento di circa del 5,65%, un indebitamento finanziario pari ad € 42,9 miliardi, in diminuzione di circa 1,7 miliardi di euro rispetto al 2011, mentre il risultato netto di esercizio è pari a 2.075 milioni di euro.

2013

- Nel 2013, anno in cui sembrava che la fase più acuta della crisi si stesse superando, Enel ha avuto un EBITDA cresciuto del 1,86%, raffrontato con il precedente anno, ed attestandosi a 17.011 milioni di euro. L'utile netto di esercizio è pari a 4.780 milioni di euro;
- Alla fine dell'anno in riferimento, l'indebitamento finanziario netto è invece sceso a 39.862 milioni di euro in diminuzione di 3.086 milioni di euro rispetto ai 42.948 milioni di euro del 2012 e di circa 16 miliardi rispetto al valore massimo raggiunto nel 2007, a causa dell'acquisizione di Endesa.
- Ultimo anno di amministratore delegato di Fulvio Conti.

2014

- Nuovo amministratore delegato Francesco Starace;
- Ristrutturazione societaria: separazione di Enersis da Endesa;
- L'EBITDA ha subito una riduzione dell'1,9% rispetto all'anno precedente da attribuire sostanzialmente alla variazione dei tassi di cambio, il cui effetto è parzialmente compensato dal miglioramento del margine sulle vendite di energia elettrica sul mercato italiano. L'EBITDA di quest'anno è pari a 16.687 milioni di euro, il risultato netto di esercizio è pari a 772, anche se è stato registrato un risultato ante imposte negativo pari a -78.
- Riduzione dell'indebitamento finanziario netto grazie agli effetti positivi della gestione corrente e dei flussi di cassa derivanti dalle operazioni straordinarie; tali effetti positivi sono stati parzialmente compensati dal fabbisogno generato dal pagamento dei dividendi e dagli investimenti del periodo, oltre che dall'effetto negativo (pari a 1,1 miliardi di euro) delle

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

differenze del cambio connesse principalmente al debito a medio e lungo termine in valuta diversa dall'euro.

Il 2014, primo anno di amministratore delegato di Francesco Starace, Enel ha modificato il proprio modello organizzativo. Ha effettuato una ristrutturazione societaria separando dalla controllata Endesa la società controllata Enersis, che svolgeva le attività in cinque Paesi dell'America Latina. Infine, è stata ceduta una quota di circa il 22% della controllata Endesa aumentando così la liquidità sul mercato. Grazie a queste operazioni si è riportato il debito ai livelli attesi. Nel 2014 i ricavi ammontano a 75,8 miliardi di euro, in diminuzione del 3,7% rispetto ai 78,7 miliardi di euro del 2013, prevalentemente per l'effetto della riduzione dei ricavi da vendita di energia elettrica, dovuta essenzialmente alle minori quantità vendute, a cui si associa l'effetto negativo della variazione dei tassi di cambio delle valute di alcuni dei Paesi in cui il Gruppo opera (in particolare in America Latina e in Russia).

L'indebitamento finanziario netto a fine 2014 è pari a 37,4 miliardi di euro (non considerando 0,6 miliardi di euro relativi al perimetro delle attività nette classificate come "possedute per la vendita"), in diminuzione di 2,3 miliardi di euro rispetto ai 39,7 miliardi di euro registrati alla fine del 2013. Tale riduzione riflette gli effetti positivi della gestione corrente, particolarmente significativi nel quarto trimestre dell'anno, nonché i flussi di cassa derivanti dalle operazioni straordinarie. Tali effetti positivi sono stati parzialmente compensati dal fabbisogno generato dal pagamento dei dividendi e dagli investimenti del periodo, oltre che dall'effetto negativo (pari a 1,1 miliardi di euro) delle differenze del cambio connesse principalmente al debito a medio e lungo termine in valuta diversa dall'euro. Nonostante sia possibile riscontrare nel bilancio consolidato un **risultato ante imposte negativo**¹³⁴, alla fine dell'esercizio sono state rilevate imposte anticipate, connesse alla rilevazione di perdite fiscali utilizzabili in esercizi successivi e a componenti di reddito a deducibilità tributaria differita, per un importo il cui recupero negli esercizi futuri è ritenuto dagli Amministratori altamente probabile. La recuperabilità delle suddette imposte anticipate è subordinata al conseguimento di utili imponibili futuri

¹³⁴ Si veda precedente nota n.126 pag. 62.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

sufficientemente capienti per l'assorbimento delle predette perdite fiscali e per l'utilizzo dei benefici delle altre attività fiscali differite.

4.3.E.ON

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/E+D	0,414691	0,401547	0,244688	0,287973	0,298173	0,259125	0,276437	0,278332	0,212531
D/E+D	0,585309	0,598453	0,755312	0,712027	0,701827	0,740875	0,723563	0,721668	0,787469
E/non current liabilities	1,116089	1,052059	0,610214	0,620588	0,655145	0,590103	0,597206	0,595948	0,421773
E/current liabilities	1,940065	1,891317	0,705147	1,201711	1,21573	0,860703	1,096303	1,103278	0,799431
non current liab/current liab	1,73827	1,797729	1,155574	1,936408	1,855665	1,458565	1,83572	1,851299	1,895406

Come si evince dalla tabella, negli anni 2006 e 2007 il peso delle due fonti è stato pressoché di eguale misura (l'equity oscilla tra il 40/41%). Già dal 2008 E.on ha fatto un ricorso massiccio al debito, i cui effetti sono riscontrabili nello stesso anno con un equity del 24,47%. Nell'anno 2014 l'incidenza dei debiti è di circa il 79% contro il 21% dell'equity. Gli ultimi tre indici, invece, determinano il rapporto esistente tra una fonte ed un'altra.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
current liab/E+D	0,213751	0,212311	0,347002	0,239635	0,245263	0,301062	0,252154	0,252278	0,265852
non current liab/E+D	0,371557	0,381677	0,400987	0,464032	0,455125	0,439119	0,462884	0,467041	0,503898
liab assets held for sale/E+D	0	0,004465	0,007323	0,00836	0,001439	0,000693	0,008524	0,002348	0,017718
D/E+D	0,585309	0,598453	0,755312	0,712027	0,701827	0,740875	0,723563	0,721668	0,787469

Il primo indice mostra l'indebitamento corrente, il secondo l'indebitamento permanente, mentre il terzo racchiude le passività associate alle attività destinate alla vendita. La loro sommatoria corrisponde all'indice di indebitamento complessivo. In relazione alla prima tabella è possibile notare che negli anni 2008 e 2014 è aumentato l'indice di indebitamento complessivo. Nel 2008 questo è imputabile all'acquisto degli assets di Endesa, mentre nel 2014 l'indice di indebitamento complessivo è dovuto all'operazione di scissione del Gruppo che avrà luogo nel 2016.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
D/E	1,411432	1,490368	3,08684	2,472551	2,353757	2,859137	2,617455	2,592827	3,7052
non current liab/current liab	1,73827	1,797729	1,155574	1,936408	1,855665	1,458565	1,83572	1,851299	1,895406

In questa tabella vengono rappresentati i quozienti di indebitamento complessivo ed il quoziente di consolidamento del passivo. Quest'ultimo indice si attesta intorno ad

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

una media del 1,72%. Noteremo che nel 2008, l'importo del debito è pari a tre volte (3,08) l'importo dell'equity e nel 2014 è pari a circa quattro volte (3,7).

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/non current assets	0,547642	0,521058	0,361034	0,388748	0,427398	0,387523	0,402007	0,378659	0,321592
(E+non current liab)/non current assets	1,038321	1,016332	0,952685	1,015168	1,07977	1,044228	1,075153	1,014049	1,084067

Il quoziente primario di struttura negli anni presi in riferimento risulta essere in media dello 0,415073 ciò vuol dire che la società finanzia, con le proprie fonti interne, solo una ridotta parte delle attività non correnti. Nei primi due anni analizzati in tabella, l'equity riusciva a finanziare più della metà delle attività non correnti.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROElordo = Income Before Taxes/E	0,101342	0,179494	0,055474	0,279187	0,202435	-0,06833	0,083486	0,085261	-0,07541
ROElordo in %	10,13%	17,95%	5,55%	27,92%	20,24%	-6,83%	8,35%	8,53%	-7,54%
ROE = Net Income/E	0,115272	0,14318	0,034289	0,210459	0,140295	-0,04369	0,066631	0,066752	-0,09921
ROI = Operating Income/E+D	0,049846	0,079047	0,033608	0,090164	0,073626	-0,00495	0,031892	0,038097	-0,00456
ROI in %	4,98%	7,90%	3,36%	9,02%	7,36%	-0,50%	3,19%	3,81%	-0,46%
ROS = Operating Income/ V	0,098953	0,152115	0,057012	0,174569	0,121114	-0,0067	0,035407	0,04218	-0,00524
pci = V/E+D	0,503733	0,519654	0,589477	0,516493	0,607907	0,738858	0,900743	0,903187	0,870121
ROI = ROS*pci	0,049846	0,079047	0,033608	0,090164	0,073626	-0,00495	0,031892	0,038097	-0,00456
Tf	0,013361	0,009857	0,023418	0,021654	0,020224	0,019533	0,013059	0,019995	0,01856
q	1,411432	1,451767	2,146093	2,759086	2,412073	2,588734	2,73952	2,60554	3,063758
(1-a)	1,13746	0,797687	0,618112	0,753826	0,693038	0,639299	0,798106	0,782907	1,315679
ROE = [ROI+(ROI-Tf)*q](1-a)	0,115272	0,14318	0,034289	0,210459	0,140295	-0,04369	0,066631	0,066752	-0,09921
ROE in %	11,53%	14,32%	3,43%	21,05%	14,03%	-4,37%	6,66%	6,68%	-9,92%

Grazie all'analisi della redditività, è possibile individuare un R.O.E. netto e lordo negativo negli anni 2011 e 2014. Nel 2011 il R.O.E. netto è pari al -4,37% mentre il R.O.E. lordo è pari al -6,83%. Nel 2014 il R.O.E. netto è pari al -9,92% mentre il R.O.E. lordo è pari al -7,54%. Negli anni presi in riferimento il R.O.E. lordo risulta essere maggiore rispetto al R.O.E. netto. Solamente negli anni 2006 e 2014 si riscontra l'inverso, a causa dell'income/loss (-) from discontinued operations pari rispettivamente a 775 e -175, che alterano il risultato netto d'esercizio portandolo in aumento rispetto al risultato ante imposte.

Il Gruppo E.on. ha conseguito un risultato netto d'esercizio negativo negli anni 2011 e 2014, rispettivamente -1.861milioni di euro e -3.130 milioni di euro. Grazie alla scomposizione del R.O.E., si riscontra un R.O.I. negativo pari a -0,50% (anno 2011) e -0,46% (anno 2014), risultando essere, in entrambe le annualità, minore del tasso dei finanziamenti, quindi, il leverage risulta essere negativo.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Nelle successive pagine verranno evidenziati gli eventi che ho ritenuto rilevanti nel corso degli anni presi in considerazione ed attinenti alla società E.on. I principali dettagli sottodescritti sono stati desunti dai bilanci consolidati che la società Gruppo E.on. ha redatto secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

2006

- Sono stati compensati gli effetti negativi della regolamentazione delle reti elettriche e del gas che si sono presentati in Germania e i maggiori oneri per la gestione dei rifiuti nucleari;
- Si è raggiunta una notevole crescita in Europa centrale ed orientale, in particolare in Romania, Repubblica Ceca, Bulgaria ed Ungheria, al fine di garantire la sicurezza dell'approvvigionamento energetico futuro anche mediante la diversificazione di approvvigionamento. In Russia sono stati stipulati nuovi contratti di fornitura che assicurano un terzo degli appalti gas naturale di E.on fino al 2036. Sono state avviate le trattative per l'acquisizione di Endesa;
- Grazie alle rettifiche dei prezzi dell'energia elettrica e del gas, derivanti dal rialzo globale dei prezzi delle materie prime, e all'inclusione di E.on Ruhrgas UK Mare del Nord Ltd, ottenendo quindi un positivo consolidamento nel mercato inglese, L'EBITDA in quest'esercizio corrisponde ad un valore pari a 11.724 milioni di euro, mentre l'utile netto risulta pari a 6.082 milioni di euro;
- I debiti a lungo termine appaiono diminuiti rispetto all'anno precedente. Ciò è dovuto principalmente ai minori accantonamenti per le pensioni derivanti dal contributo al CTA (Commodity Trading Advisor) attraverso il quale E.on finanzia una parte sostanziale dei suoi obblighi pensionistici con investimenti finanziari esterni. In base ai vari programmi di indebitamento a medio e lungo termine la società emette periodicamente strumenti di debito da collocare sul mercato pubblico e privato.

In questo esercizio sono stati compensati gli effetti negativi della regolamentazione delle reti elettriche e del gas che si sono presentati in Germania. Nello specifico tra il

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2005 e gli inizi del 2006 in Germania è stata emanata una legge sulla regolamentazione delle reti con l'istituzione di un'Agenzia Federale. In ragione di questa Legge E.on Energie è stata direttamente interessata da provvedimenti giudiziari per tutti gli oneri attinenti le reti sopramenzionate. Pertanto gli oneri relativi alla rete elettrica sono stati ridotti del 13,7% al di sotto delle somme di rimborso richieste, mentre quelli della rete gas sono stati ridotti di circa il 10% al di sotto dei rilievi presentati. Anche se le riduzioni sono state basate su una interpretazione unilaterale della legge sull'energia, E.on ha deciso di non adire alle vie legali. Comunque, per compensare questi aspetti negativi, il Gruppo ha ottenuto dei miglioramenti operativi nell'ambito complessivo del business consolidando le società neo-acquisite.

Il 21 febbraio, E.on annuncia la sua offerta di acquisizione di Endesa pari a 27,50 euro per azione. Nel mese di luglio l'agenzia spagnola per la regolamentazione dell'energia (CNE) approva l'offerta di E.on su Endesa assoggettandola però ad una serie di condizioni, tra cui la cessione di partecipazioni importanti di Endesa. Il 25 settembre Acciona annuncia di aver acquistato il 10% di Endesa per 32 euro per azione e ha concluso una serie di accordi di swap per ulteriori azioni. Ma, nel mese di settembre, la Commissione Europea comunica che le condizioni imposte dal CNE sull'acquisizione di E.on di Endesa non risultano conformi al diritto europeo. Il 3 novembre Acciona, dopo aver ricevuto l'approvazione del CNE, aumenta la sua quota di Endesa al 20% mediante l'esecuzione della serie di accordi di swap. E.on annuncia, così, l'aumento della sua offerta di Endesa a 35 euro per azione. Il 16 novembre la CNMV, regolatore dei titoli della Spagna, approva l'offerta di E.on su Endesa. A causa, però, di ordini restrittivi emanati da Tribunali spagnoli nei confronti di altre società interessate all'acquisto di partecipazioni rilevanti su Endesa, E.on sottopone al CNMV un'offerta finale di 38,75 euro per azione. L'operazione si concluderà nell'anno successivo e, quindi, verrà esposta nell'anno 2007 di E.on.

In quest'anno sono state effettuate diverse transazioni di titoli in alcune società operanti nel settore delle public utilities nell'Europa continentale. In particolare, per consolidare il proprio portafoglio della Repubblica Ceca e dell'Ungheria, E.on ha disinvestito quote di minoranza di alcune società, per successivamente investirle in

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

queste aree ritenute strategiche. Sono state cedute E.on Finlandia e Degussa (42,9%) a RAG Projekt-mbH, Essen, determinando così una plusvalenza di 376 milioni. In seguito, E.on ha venduto anche la restante quota detenuta indirettamente in Degussa sempre a RAG. Per quanto concerne gli investimenti, il Gruppo ha acquisito il 46,7% delle azioni in JCP, società Ceca, in cui già deteneva una quota del 13,1%. In un secondo tempo ha acquisito un'ulteriore quota del 39,2% con una transazione separata, ottenendo quindi, il 99% di JCP. In Ungheria, E.on ha, invece, ottenuto il 49,9% di DDGÁZ, in cui già possedeva il 50,01%, acquisendo, a fine anno, il 100% di DDGÁZ. Si è considerata la realtà di concorrenza molto evidente nel Regno Unito, dove esistono tassi elevati di commutazione tra i clienti sia per quanto riguarda l'energia elettrica e sia il gas, paragonandola ad altri mercati geografici, quali la Germania e dell'Europa continentale. In queste realtà la concorrenza è meno accentuata che in Inghilterra e pertanto ci si trova ad operare in un mercato in piena espansione. Ecco perché, in tale contesto geografico, E.on ha intrapreso un percorso teso allo sviluppo di una maggiore concorrenza nei mercati dell'energia e del gas soprattutto in Germania, che ha interessato tutti i settori dalla produzione, al trasporto ai clienti finali. Per quanto riguarda il mercato Italia, E.on ha acquisito il 75% Dalmine Energie SpA di Bergamo, uno dei maggiori operatori indipendenti di energia presenti nel mercato italiano.

2007

- L'espansione del settore delle energie rinnovabili a livello mondiale ha superato le previsioni del gruppo raddoppiando così gli investimenti, inizialmente previsti a 6 miliardi di euro fino al 2010;
- La società crea un nuovo Consiglio di Struttura di gestione per migliorare ulteriormente l'orientamento al mercato del Gruppo e spianare la strada ad un'ulteriore crescita. Pertanto, con questa nuova figura il CdA si avvarrà di un Chief Operating Officer e di un membro responsabile per lo sviluppo aziendale orientato ai nuovi mercati;
- L'EBITDA si attesta a 12.450 milioni di euro rispetto ai 11.724 milioni di euro dell'anno precedente (incremento circa del 6.20%)

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- L'utile netto è pari a 7.724 milioni a fronte di un risultato conseguito nell'anno 2006 di 6.082 milioni di euro, circa il + 27% rispetto all'anno precedente. Si sono aggiunti altri utili derivanti da attività cessate riconosciute nel corso dell'anno come la plusvalenza infragruppo derivante dalla cessione di azioni Degussa a RAG AG dell'esercizio precedente;
- Sono stati emessi titoli obbligazionari in valute estere sui mercati internazionali dei capitali che hanno avuto delle significative sottoscrizioni dimostrando, quindi, la fiducia degli investitori nel Gruppo.

Grazie all'espansione del settore delle energie rinnovabili a livello mondiale, E.on ha raddoppiato i propri investimenti, con l'acquisizione di ENERGI E2 Renovables Ibéricas, società che opera in Spagna e Portogallo, per un prezzo di acquisto intorno a 481 milioni euro. Inoltre, nel mese di dicembre, una sua controllata, la E.on Nord America Holdings LLC, ha acquistato tutte le azioni della Airtricity Inc., società che si occupa dell'energia eolica negli USA in Texas ed a New York, per un prezzo di acquisto di circa 580 milioni di €

Oltre all'espansione del settore delle energie rinnovabili a livello mondiale, il Gruppo ha implementato il programma degli investimenti, penetrando con successo anche nel mercato dell'energia elettrica in Russia, uno dei più grandi del mondo, con l'acquisizione di una quota di maggioranza in OGK-4, produttore di energia russo, pari al 72,7%. OGK-4 gestisce quattro centrali elettriche a gas e una centrale elettrica a carbone con una capacità complessiva di circa 8.600 megawatt. In tal modo E.on acquisisce una posizione di leadership in questo importante mercato. La spesa totale sostenuta per tale acquisizione, che prevede un aumento di capitale stabilito contrattualmente e di cui 1.3 miliardi di euro per finanziare il programma di investimenti previsto per i prossimi anni, è stata di circa 4.4 miliardi di euro. Successivamente, gli azionisti di minoranza di OGK-4, hanno chiesto ed ottenuto da E.on che venissero acquistate le rimanenti azioni. Ciò ha permesso di accrescere le partecipazioni di E.on sino al 76,1%.

Nel mese di aprile E.on firma un accordo con Enel e Acciona per porre fine alla situazione di stallo nel tentativo di acquisizione di Endesa. E.on si impegna a non

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

acquisire una quota di minoranza in Endesa, in cambio Enel e Acciona si impegnano a presentare un' OPA concreta su Endesa. Nel momento in cui le due società riusciranno ad ottenere il controllo su Endesa, il gruppo tedesco potrà acquisire un ampio portafoglio di attività. Secondo tale accordo la transazione dovrebbe concludersi nel 2008.

Infine per quanto concerne l'ambito nazionale, E.on, per contrastare la concorrenza al dettaglio in Germania, lancia una nuova filiale denominata E WIE EINFACH ("E come Easy"), primo rivenditore di energia ad offrire il servizio di energia elettrica e gas a prezzo economico a livello nazionale, sia alle abitazioni sia alle piccole imprese. A fine anno, la società ha già più di 450.000 clienti.

2008

- Per contrastare il contesto economico, E.on ha adottato un programma di investimenti e acquisto di azioni proprie finanziate mediante fondi liquidi, flusso di cassa generato dalle attività operative e il debito;
- Il Gruppo E.on ha aumentato le vendite di circa 18 miliardi di euro nel 2008 rispetto al dato dell'anno precedente. I fattori chiave sono:
 - Inclusione delle acquisizioni, in particolare in Russia, Italia, Spagna e Francia;
 - Effetti positivi di aumento dei prezzi risultati più elevati in Ungheria e nella Repubblica Ceca, anche se nel Regno Unito le vendite in moneta di conto sono state influenzate in modo significativo dal deprezzamento della sterlina nei confronti dell'euro;
 - Effetti derivanti dalla legge tedesca sulle energie rinnovabili in Europa centrale;
 - Espansione della produzione in Norvegia;
 - Effetto positivo delle vendite in Russia a causa della liberalizzazione del mercato dell'energia;
- Viene registrato un EBITDA pari a 13.385 milioni di euro aumentato del 7,50% rispetto all'anno precedente (12.450 milioni di euro). L'utile netto è pari a 1.604 milioni di euro con circa il 79% in meno rispetto all'anno precedente. Questa diminuzione è imputabile principalmente agli effetti sul

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

mercato dei derivati, alle svalutazioni delle attività acquisite da Enel/Acciona ed Endesa, alle spese di ristrutturazione e di gestione dei costi in relazione ai diversi progetti di ristrutturazione e di integrazione per una nuova struttura organizzativa del Gruppo E.on;

- Nel dicembre, si è attuato l'impegno da parte di E.on richiesto dalla Commissione Europea di vendere una serie di attività di produzione nell'energia elettrica, così come la sua rete ad altissima tensione in Germania.

La politica di finanziamento è studiata per dare a E.on accesso a una varietà di risorse finanziarie, in qualsiasi momento e si basa sui seguenti principi: in primo luogo, si interviene su una larga varietà di mercati e strumenti di debito per massimizzare la diversità della base degli investitori; in secondo luogo, la società emette obbligazioni con termini che danno, al portafoglio di debito, un profilo di scadenza che nel complesso possono compensarsi; in terzo luogo, insieme alle emissioni obbligazionarie, il gruppo si avvale di certificati benchmark per permettere agli investitori di investire sulle energie rinnovabili, energia solare, eolica, idraulica e bio-energia. Questi certificati sono strumenti derivati che replicano l'andamento dell'attività sottostante. Quindi, in qualunque istante il prezzo di tali certificati si basano sull'indice iscritto. Non è da dimenticare che nell'autunno del 2007, E.on ha lanciato un programma di finanziamento per lungo periodo ossia fino al 2010.

Da quel momento, E.on ha emesso una serie di obbligazioni di riferimento in euro, sterline e dollari, nonché prestiti obbligazionari più piccoli in un varie valute, approfittando anche di altri strumenti di finanziamento. Inoltre, E.on ha emesso regolarmente commercial paper ("CP"). Dall'inizio del programma di finanziamento alla fine 2008, E.on ha emesso complessivamente 19 miliardi di euro in obbligazioni e cambiali (Schuldscheine), di cui circa 13 miliardi di euro è stato emesso nel 2008 (queste cifre non comprendono CP). Per i successi nella realizzazione del programma di finanziamento, è stato assegnato il premio "Corporate Issuer of the Year" da parte dell' International Financing Review nel gennaio del 2009.

In data 27 aprile 2008, il CdA ha autorizzato, previa approvazione da parte del Consiglio di Sorveglianza, di aumentare il capitale sociale della società fino a 540 milioni di euro attraverso una o più emissioni di nuove azioni ordinarie in cambio di

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

conferimenti in denaro e/o in natura (con la possibilità di escludere i diritti di opzione degli azionisti). All'assemblea del 30 aprile 2008 è stato proposto l'aumento del "capitale condizionale" per un importo di 175 milioni di euro. Tale capitale viene di norma utilizzato nel momento in cui vengono emesse obbligazioni con diritti di conversione o di opzione e, in questo caso, i titoli sottostanti hanno riguardato i diritti e gli obblighi verso E.on e verso quelle società nelle quali essa stessa detiene direttamente o indirettamente una quota di maggioranza. Alla fine, però, la riserva di capitale condizionale non è stata aumentata.

E.on è diventato l'unico proprietario di E.on Sverige acquistando il 44,6 % di quota partecipativa dalla Statkraft AS e un impianto idroelettrico in Svezia. In cambio, la controparte ha ricevuto circa il 4% delle azioni del gruppo ed attività produttive presenti in Svezia (40 idroelettrici e 5 impianti di riscaldamento), in Germania (2 centrali elettriche a gas, 11 centrali idroelettriche, un contratto di fornitura di gas strutturata, e un accordo di acquisto di potenza), e nel Regno Unito (impianto 1 idroelettrica). La transazione si è conclusa a fine dicembre 2008 con un guadagno al netto delle imposte per E.on pari a 1 miliardo di euro. Nell'ottobre E.on e Gazprom hanno raggiunto un'intesa in merito all'acquisizione, da parte del gruppo tedesco, di una quota per il giacimento di gas Yuzhno Russkoye in Siberia. Come corrispettivo Gazprom riceve le sue azioni indirettamente detenute da E.on pari a circa la metà del 6% del capitale di Gazprom. Il valore contabile riconosciuto a E.ON per tali azioni è pari a € 1,4 miliardi e i definitivi contratti in questione dovranno essere firmati nel 2009.

Per creare una nuova struttura organizzativa, si è provveduto allo smaltimento di società e attività destinate alla vendita. In particolare:

- Attività cedute alla Statkraft, precedentemente descritte;
- Nel contesto degli accordi tra Enel/Acciona e E.on per il gruppo spagnolo Endesa nell'aprile del 2007, E.on ha assicurato per sé un considerevole numero di partecipazioni strategiche, soprattutto in Italia, Spagna e Francia. In relazione all'acquisizione delle attività di Endesa Europa/Viesgo, è stato raggiunto un accordo con l'azionista di minoranza di Endesa Italia, A2A, per acquisire la quota di minoranza in cambio della cessione di attività presenti in

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Italia per un valore di circa 1,5 miliardi di euro. Tale operazione si concluderà nel mese di luglio del 2009.

2009

- Gli effetti della crisi economica globale sono presenti anche quest'anno. In particolare si è registrata una riduzione 6,5% del consumo di energia primaria, carbone, in Germania insieme al consumo di gas naturale; tuttavia il petrolio è rimasto di gran lunga la più importante fonte di energia del paese. Negli altri paesi in cui opera il gruppo si sono riscontrate altre riduzioni nel campo dell'energia elettrica: Russia 5%, Italia 6,7%, Spagna 4,5% rispetto a quello dell'anno precedente. In quest'ultimo paese si rileva anche una diminuzione del consumo di gas al dettaglio del 7,9%;
- L'EBITDA ha subito un decremento del -3,06% rispetto all'anno precedente e si attesta a 12.975 milioni di euro, mentre l'utile netto è pari a 8.669 milioni di euro a fronte di un risultato conseguito nell'anno 2008 di 1.604 milioni di euro. Tale incremento è dovuto principalmente alla cessione di Thüga (insieme di imprese controllate da E.on) ad un consorzio di aziende municipalizzate e alle plusvalenze dei derivati swap per l'operazione inerente al giacimento di gas Yuzhno-Russkoye con Gazprom;
- Continua il processo di attività destinante alla vendita su richieste della Commissione Europea in Germania, Francia, Austria e Paesi Bassi.

E.on ha condotto i negoziati per la vendita di Thüga, gruppo in dismissione a partire dal terzo trimestre di quest'anno. Il processo di dismissione è iniziato a partire dal 30 settembre 2009. Le principali voci patrimoniali sono composte da attività finanziarie (pari a circa 2,0 miliardi di euro), attività immateriali non correnti (circa 0,9 miliardi di euro) e passività destinate alla vendita (circa 0,6 miliardi di euro). L'operazione è stata completata nel mese di dicembre e ha portato ad una plusvalenza di circa 0,3 miliardi di euro. È stato fatto un accordo con Electrabel SA/NV, società belga, sullo scambio economico di una varietà delle unità centrali elettriche e le forniture di energia elettrica in Germania e in Belgio. In questo contesto, E.on nel mese di novembre ha acquisito tutte le azioni di una centrale elettrica in Belgio.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2010

- Cominciano i primi segnali di ripresa anche se in modo tiepido e lento. La quota di consumo di energia primaria delle energie rinnovabili è aumentata del 9,9%. Nello specifico il consumo di energia primaria in Germania è aumentata del 4,6% quasi allo stesso livello prima dell'inizio della crisi economica del 2008. La regione nordica ha aumentato il consumo di energia elettrica, grazie anche alle basse temperature registrate nel primo e nel quarto trimestre. La domanda industriale in Svezia e Finlandia è aumentata nel terzo trimestre dell'anno mentre la produzione totale della Russia è aumentata del 4,4%. In Italia si è verificato un incremento di consumo dell'energia elettrica pari all'1,8% rispetto al valore dell'anno precedente, come anche il consumo di gas è aumentato del 6,6% nei segmenti di clientela industriale e residenziale. Il consumo di elettricità in Spagna è stato del 3,2% superiore a quello dell'anno precedente;
- I ricavi imputati alle vendite sono aumentati grazie anche all'ottimizzazione di Energy Trading che ha assolto egregiamente il compito affidatogli. Il suo scopo consiste di limitare i rischi e ottimizzare l'implementazione delle attività del Gruppo E.on, riuscendo ad ottenere dei margini superiori dal portafoglio power e gas generando, così, un valore pari a 1.196 milioni di euro. L'EBITDA è aumentato del 2.86% attestandosi a 13.346 milioni di euro;
- L'utile netto è pari a 6.281 milioni di euro a fronte di un risultato conseguito nell'anno 2009 di 8.669 milioni di euro. Tra le cause di questa diminuzione rientrano gli effetti negativi su interessi anticipati di un fondo per sostenere le energie rinnovabili, la ristrutturazione della struttura organizzativa del gruppo decisa nel 2008, dove la gestione dei costi e le spese sono aumentate di circa 178 milioni di euro e l'imputazione degli oneri di svalutazione di circa miliardi di 1,1 euro su avviamenti e circa 1,5 miliardi di euro sulle attività dell'accordo tra Enel e Acciona su Endesa.

Anche quest'anno è caratterizzato da attività destinate alla vendita. Di seguito vengono illustrate le più significative cessione avvenute. Alla fine del mese di aprile, E.on ha ceduto le proprie attività operative negli U.S.A. alla Power & Light

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Corporation. La transazione si è poi conclusa agli inizi del mese di novembre. Inoltre, la società ha venduto la maggior parte della sua partecipazione in Gazprom alla Vnesheconombank, società russa. Tutte le cessioni e anche quelle successivamente descritte sono state attuate in ottemperanza agli impegni assunti e richiesti dalla Commissione Europea, ricordando che è entrata in vigore nel dicembre 2008. Tale impegno si è definitivamente concluso nel mese di aprile, comportando effetti di cassa positivi per un totale di 9.601 milioni di euro (anno precedente: 5.384 milioni di euro).

Le vendite sono state superiori soprattutto perché Energy Trading ha registrato vendite esterne superiori grazie all'ottimizzazione delle sue attività dovuti agli effetti di cambio tra le valute e la gestione del rischio delle commodity. Inoltre, verso la fine del corrente anno sono state ridotte le passività finanziarie per un totale di circa 1,1 miliardi. La Central Networks East and West, consociata di E.on nel Regno Unito, ha emesso due prestiti obbligazionari per un totale di 500 milioni di sterline (£) nel mese di dicembre. Lo scopo di questa operazione mira ad ottenere una maggiore flessibilità strategica nell'ambito dell'attività di distribuzione in Inghilterra.

Con l'eccezione di un prestito obbligazionario in dollari USA emesso nel 2008, tutte le obbligazioni attualmente in circolazione di E.ON AG e E.ON International Finance BV sono state emesse sotto il debito Programma di Emissione ("DIP"). Come indicato per il 2008, DIP è scaduto nel dicembre 2010 e non è stato immediatamente rinnovato per mancanza del breve termine. Pertanto, da un volume totale di DIP di 35 miliardi di euro, risultano in scadenza a dicembre di quest'anno circa 24. Il gruppo ha in programma di rinnovare per il 2011 tale prestito DIP. In aggiunta alla DIP, il gruppo ha presentato un programma di emissione obbligazionario sia in Europa, pari a 10 miliardi di euro, sia negli U.S.A., pari a 10 miliardi di \$. I titoli obbligazionari sono denominati Commercial Paper ("CP"). L'attuazione di tale programmazione è servita per finanziare i picchi di finanziamento a breve termine e a diversificare ulteriormente la base degli investitori. Inoltre, è stato concluso un nuovo piano quinquennale, 6 miliardi di euro di credito, con efficacia a partire dal 25 novembre 2010. Tale piano è servito come riserva di liquidità generale per rendere più affidabile il Gruppo E.on. Per ridurre il

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

suo debito, il gruppo E.on ha offerto agli obbligazionisti di riacquistare, in due fasi a partire dal 24 gennaio 2011, diversi titoli obbligazionari per un valore nominale complessivo di 1,81 miliardi di euro. Quindi, in linea con la strategia assunta affinché il Gruppo ceda circa €15 miliardi di assets entro la fine del 2013, è stato raggiunto un accordo per vendere le attività di distribuzione nel Regno Unito alla Pennsylvania Power & Light, società U.S.A. La transazione dovrebbe concludersi all'inizio di aprile 2011.

Per attuare le nuove strategie di assetto organizzativo verrà costituita la divisione Management Group a Düsseldorf che supervisionerà tutte le attività, segmentate in base alla funzione sia a livello globale, cinque unità globali, e sia per singolo paese, dodici unità regionali. Quindi la costituenda divisione sarà responsabile di cinque unità globali per la gestione della produzione convenzionale energia, per l'innovazione e costruzione di nuova tecnologia (che non è un segmento di reporting) da fonti rinnovabili, gas globale e commercio. Le unità regionali situate in Europa (suddivise in due segmenti di reporting, la Germania e gli altri paesi europei) gestirà il business retail, le reti energetiche regionali, e il business-generazione distribuita.

2011

- In quest'anno la situazione economica ha condizionato negativamente la domanda di energia con margini decisamente più ristretti sia nella produzione sia per quanto riguarda le centrali elettriche convenzionali (Soprattutto nei mercati dell'Europa meridionale, ma anche nei paesi del Benelux ed Europa Centrale). Queste cause hanno portato a consistenti svalutazioni nelle attività del gruppo per circa 3.000 milioni di euro. L'obiettivo del Gruppo quindi, per l'anno corrente e per i prossimi esercizi, riguarderà la riduzione dei costi ed il miglioramento della capacità degli assets;
- I mercati dell'energia in Europa si stanno sempre più consolidando, ecco perché le opportunità di crescita risultano essere presenti altrove. Il gruppo sta puntando nell'energia eolica, nel Nord America, e nella produzione di energia convenzionale, in Russia. Nel primo caso è stato costruito un impianto eolico che produce 2,2 gigawatt ("GW") di potenza, collocandosi

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

tra i top-cinque impianti eolici presenti negli Stati Uniti. Nel secondo caso sono state commissionate tre principali unità tecnologicamente avanzate di estrazione e lavorazione del gas con una capacità complessiva di 1,2 GW. Inoltre, E.on ha seriamente preso in considerazione l'opportunità di creare una partnership strategica con MPX Brasile, con l'obiettivo di costruire impianti per generare circa 20 GW da fonti convenzionali e da fonti rinnovabili. A differenza dell'Europa, che in tema di energia è in una fase di consolidamento, il Brasile, invece, è in una fase di forte espansione. Sono state intraprese le prime trattative anche in Turchia e in India con potenziali partner;

- Alla luce delle precedenti sfide di business, E.on ha deciso di adottare una strategia diversa creando “più valore con meno capitale”. Con questa strategia il gruppo abbandonerà l'idea di essere sia operatore che unico proprietario, concentrandosi, invece, nella creazione di valore attraverso la progettazione wind-farm, pianificazione, costruzione e funzionamento. Questa strategia viene racchiusa in una parola: “E.ON 2.0”, che rappresenta il loro programma di efficienza-miglioramento;
- L'EBIDTA è sceso del 30,32%, attestandosi a circa 9.300 milioni di euro. Tra le principali cause rientrano la precoce chiusura di un certo numero di centrali nucleari in Germania e l'incidenza delle tasse sui combustibili nucleari. Al contrario un certo numero di controllate, specializzate nell'energie rinnovabili, gas e la produzione di energia in Russia, hanno aumentato i loro guadagni. Questi risultati sono in linea con le previsioni fatte all'inizio dell'anno. Altri fattori sono da ricollegarsi nei rischi dei sviluppi economici e finanziari internazionali;
- Nel 2011, si è registrato un risultato netto negativo pari a -1.861 milioni di euro. I proventi netti sono stati di 1.652 milioni di euro, inferiori quasi del 58% rispetto al 2010, comunque i guadagni sono principalmente riferiti alla vendita di Gazprom, alla rete di attività presente nel Regno Unito, alla rete di distribuzione del gas in Svezia e ai titoli presenti nel portafoglio del Gruppo;

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Le spese sono diminuite di 35 milioni di euro, la maggior parte di queste riguardano la ristrutturazione presso i servizi regionali in Germania e presso le unità regionali del Regno Unito e della Francia.

Nell'agosto 2011, è stato lanciato il programma E.ON 2.0 che pone diversi obiettivi, esposti nelle seguenti righe. A livello generale il primo obiettivo è quello di ridurre i costi controllabili di E.on da circa 11 miliardi nel 2011 a 9.5 miliardi entro il 2015, per ottenere una maggiore flessibilità per gli investimenti. Il secondo mira a semplificare l'assetto organizzativo di E.on per accelerare il processo decisionale, mentre il terzo è quello di ridurre le funzioni amministrative al minimo assoluto, al fine di mettere l'attività operativa al centro del Gruppo. E.ON 2.0 ha raggiunto rapidi progressi, difatti, nella sua prima fase, dodici gruppi di lavoro hanno ottenuto dei miglioramenti in termini di efficienza in quattro aree chiave: cambiamenti all'assetto organizzativo, funzioni amministrative più snelle, miglioramenti in materia di appalti ed eccellenza operativa. Dal punto di vista organizzativo, invece, E.ON 2.0 mira a creare un assetto organizzativo trasparente, eliminando le strutture gerarchiche complesse; infatti attualmente una serie di società E.on adoperano tali strutture, frutto di fusioni e acquisizioni del passato. I cambiamenti strutturali, come la razionalizzazione del gruppo di gestione, la riorganizzazione del gruppo regionale in Germania, la combinazione di E.ON Energy Trading e E.ON Ruhrgas e, più in generale, i miglioramenti organizzativi presso le varie divisioni ed unità a livello globale, devono riuscire anche a delineare chiaramente le responsabilità per ogni soggetto nell'ambito della propria competenza. Dal punto di vista amministrativo, il programma mira a semplificare e consolidare il sistema di elaborazione, implementazione e comunicazione delle varie informazioni attraverso il processo informatico e le altre funzioni di supporto. Una analisi comparativa condotta nell'estate del 2011, ha reso possibile un'analisi completa e sfumata della efficacia e dell'efficienza delle diverse funzioni aziendali (finanza, risorse umane, appalti e servizi business). I risultati mostrano che i processi in queste aree sono molto efficaci, ma, in confronto con i competitors principali, potrebbero essere più efficienti. E.ON 2.0 ha intenzione di creare business standardizzati e processi decisionali più snelli e più veloci riuscendo a combinare, tra le entità separate, le funzioni di supporto che offrono un notevole potenziale per la standardizzazione.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Completata nel novembre 2011 la prima fase di E.ON 2.0, il gruppo ha raggiunto i primi risparmi. Mentre, nella fase successiva, i potenziali risparmi saranno conseguiti con la realizzazione di più di 50 progetti, consegnati poco a poco attraverso misure individuali a partire dal 2012 e completamente realizzati entro la fine del 2014.

L'EBITDA è sceso all'incirca di 4.046 milioni di euro rispetto all'anno precedente.

Le ragioni principali sono state:

- La moratoria di energia nucleare in Germania e la modifica della legge tedesca Nuclear Energy hanno portato all'arresto non pianificato di alcune stazioni nucleari presenti nella nazione (di circa 2.500 milioni di euro);
- Sono aumentati notevolmente i costi inerenti alla gestione del gas (di circa 700 milioni di euro);
- Aumento delle spese delle attività presenti nel Regno Unito (di circa 400 milioni di euro).

Sono diminuiti gli investimenti complessivi di circa 1,8 miliardi rispetto l'anno precedente. Gli investimenti azionari sono stati pari a 0,3 miliardi rispetto 0,4 miliardi dell'anno precedente, mentre gli investimenti fuori della Germania sono diminuiti del 21% attestandosi a 4.709 milioni di euro (5.924 milioni di euro nell'anno 2010). Gli investimenti in immobili, impianti e macchinari e attività immateriali sono diminuiti di 1.020 milioni di euro, da 2.540 milioni di euro nell'anno 2010 a 1.520 milioni di euro di quest'anno.

2012

- Trasformazione di E.on in una Società Europea, diventata ufficiale il 15 novembre 2012, quando è stata iscritta nel registro di commercio del tribunale distrettuale di Düsseldorf. In particolare i membri del CdA della E.ON AG sono stati nominati membri del CdA della E.ON SE senza mutare la parte di rappresentanza di azionisti e dipendenti rappresentanti del Consiglio di Sorveglianza. Risultano solamente diminuito il numero dei membri di tale organo da 20 a 12 membri rendendolo, quindi, più efficiente ed efficace;

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Si è registrato un EBITDA di circa 10.800 milioni di euro, il 16% in più rispetto al dato dell'anno precedente che è stato di 9.300 milioni di euro. L'aumento è dovuto principalmente a due principali fattori: l'effetto positivo registrato dalla legge tedesca in materia di energia nucleare, che ha permesso di ottenere maggiori ricavi in questi settori e la rinegoziazione avvenuta con successo dei contratti di approvvigionamento del gas con i produttori; questo significa che nel 2012 sono state compensate anche le perdite registrate negli esercizi precedenti. Gli investimenti, pari a circa 7 miliardi nel 2012, risultano essere in linea con quelli previsti nel piano a medio termine;
- L'utile netto a fine esercizio è di 2.613 milioni di euro. Sono stati registrati guadagni relativi alla vendita della partecipazione in Horizon Nuclear Power nel Regno Unito, ai titoli del mercato tedesco, alla partecipazione in un gasdotto nel Regno Unito e alla proprietà di edifici per uffici a Monaco di Baviera. Grazie al programma E.ON 2.0 gli oneri di ristrutturazione sono diminuiti a 0.6 miliardi rispetto al 2011, 0.8 miliardi. Nel 2012 le unità globali e regionali sono state, però, negativamente influenzate da un contesto economico generalmente deteriorato e dall'intervento normativo;
- Questi solidi risultati pur essendo gratificanti, non possono nascondere il fatto che il gruppo è in fase di radicale trasformazione. Ecco perché c'è stata una revisione dettagliata di come, dove e in che misura tali cambiamenti radicali hanno inciso nelle imprese e quali azioni sono state adottate come contromossa per fronteggiare tali mutamenti. Secondo l'analisi del Gruppo, l'ambiente competitivo in cui opera il business in Europa resterà difficile nel medio/lungo termine: si prevede una significativa diminuzione della domanda sia di elettricità sia del gas in quasi tutti i mercati principali.

La strategia adottata da E.on implica l'adeguamento del suo portafoglio di business corrente investendo meno risorse rispetto agli anni precedenti, implementando il capitale di investimento in molto selettivo. Quindi il piano a medio termine ricoprirà esclusivamente investimenti mirati e particolarmente attraenti, grazie all'acquisizione o la creazione di partenship tra imprese in crescita che l'aiuteranno ad accelerare la sua trasformazione. Tutto questo seguendo l'ottica della riduzione dei costi e degli sprechi combinando l'efficienza nelle attività e nei processi, che sono i punti cardine

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

del programma E.on 2.0. L'indebitamento dovrà coprire i progetti ritenuti profittevoli e proseguendo il processo di vendita delle attività non core.

Sono stati raggiunti importanti traguardi nella realizzazione della strategia di espansione in nuove regioni. Nell'aprile 2012 MPX, la controllata di energia EBX Group del Brasile, ed E.on hanno firmato contratti per formare una partnership strategica nel mercato dell'energia brasiliano. Inoltre è stato raggiunto un accordo con il Gruppo Sabanci, uno dei più grandi conglomerati finanziari e industriali della Turchia, per formare un partenariato energetico per il mercato in rapida crescita turco. Le azioni della compagnia energetica turca Enerjisa, sono divise in maniera equa tra Eon e il gruppo Sabanci (entrambe possiedono il 50% del capitale).

2013

- È stato ottimizzato il portafoglio grazie alla vendita di attività non core ottenendo circa 20 miliardi di euro, superando in tal modo l'obiettivo originale di 15 miliardi. I disinvestimenti di successo non solo hanno dato al gruppo maggiore flessibilità finanziaria, ma hanno permesso anche di affinare l'attenzione sulle sfide e le opportunità del core business;
- In Europa il mercato dell'energia è consolidato mentre al di fuori si presentano numerose opportunità (Turchia, Brasile, Nord America e Russia);
- Rispetto al dato registrato al 31 dicembre 2012, pari a 35.8 miliardi di euro, il debito netto economico è diminuito di circa 3.8 miliardi, attestandosi a 32 miliardi. Il motivo principale del miglioramento è da ricondursi ai proventi ottenuti dalle attività dismesse, i quali sono stati utilizzati per estinguere alcuni debiti;
- L'EBITDA è diminuito del 14% attestandosi a 9.288 milioni di euro, mentre l'utile netto è pari a 2.510 milioni di euro. Però, i risultati ottenuti in merito alla ristrutturazione e gestione dei costi, comportando una diminuzione delle spese di circa 63 milioni di euro, e i risultati relativi alla protezione del business dalle fluttuazioni di prezzo, grazie ai derivati, sono riusciti ad essere in linea con le aspettative della società.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Nel 2013 la società ha raggiunto una posizione molto forte nel mercato energetico turco, che è caratterizzato da una solida crescita a lungo termine. Enerjisa, è la joint venture creata con Sabanci. Ciò ha permesso, la costruzione del più grande parco eolico in Turchia e la privatizzazione di società elettriche del paese hanno garantito l'accesso a un totale di 9 milioni di clienti. In Brasile si sta invece implementando il progetto ENEVA, grazie alla messa in funzione di tre centrali elettriche in Parnaíba. La situazione però è risultata difficile in quanto E.on ha dovuto sobbarcarsi un onere più grande di quanto previsto in materia di stabilizzazione finanziaria, c'è la convinzione del potenziale di crescita a lungo termine in questo paese. La società ha svolto per tutto l'anno un'accurata indagine e ricerche di mercato, sviluppando nuovi modelli di business. Per quanto concerne le attività in Nord America, E.on ha puntato sull'energie rinnovabili, che comprendono lo sviluppo, la costruzione e la gestione di grandi parchi solari ed eolici. In Russia, invece, è stato completato il programma di una nuova costruzione elettrica convenzionale. Questo si aggiunge alle già commissionate quattro unità di generazione state-of-the-art a gas ed ai tre siti in questo paese.

Nel 2013 è stato commissionato anche la London Array, il più grande parco eolico offshore al mondo. Si compone di 175 turbine ed ha una capacità installata complessiva di 630 MW, generando un'energia sufficiente per alimentare circa 500.000 famiglie britanniche. Negli anni a venire E.on è intenzionata ad espandere la propria capacità di fonti rinnovabili su scala industriale, riducendo i costi specifici relativi alle tecnologie convenzionali.

In quest'anno è stata lanciata anche l'iniziativa E.ON "Agile". Il suo scopo è quello di sfruttare la creatività dei collaboratori per promuovere la cultura dell'innovazione in tutta l'organizzazione, per identificare e sviluppare nuove e idee di business promettenti al di fuori dell'attuale portafoglio. I dipendenti hanno presentato circa 130 idee di cui ne sono state selezionate una decina che la società intende testare sviluppandone l'eventuale potenzialità commerciale.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2014

- Il CdA di E.on ha proposto una scissione, che dividerà le sue attività in due società distinte. In quella esistente rimarranno tutte le attività tradizionali, in particolare la produzione e la gestione delle centrali a carbone, a gas e nucleari. Verrà poi creata una nuova società, da quotare in Borsa entro il 2015, in cui confluiranno le rinnovabili, la gestione delle reti e i servizi alla clientela. Per finanziare il nuovo piano, E.on proseguirà nel suo piano di dismissioni: Spagna e Portogallo sono state cedute al fondo infrastrutturale australiano Macquarie per 2,5 miliardi di euro;
- E.on si concentrerà sulle energie rinnovabili, sulle reti energetiche e sulle soluzioni verso i clienti, dove ogni impresa del gruppo dovrà rafforzarsi reciprocamente, creando così un portafoglio di business con utili stabili e di forte potenzialità di crescita;
- Rispetto al dato registrato al 31 dicembre 2013 (32.2 miliardi), il debito economico netto è aumentato di 1.2 miliardi arrivando a 33.4 miliardi. Anche se il flusso di cassa operativo è positivo e gli incassi da dismissioni hanno superato le spese di investimento, il debito netto è stato influenzato dall'aumento dei fondi pensioni, che è passato da 2.2 miliardi a 5,6 miliardi. Alla fine del 2014, però, le passività finanziarie di E.on sono diminuite di 3.1 miliardi arrivando a 19.7 miliardi rispetto al dato di fine 2013, grazie al rimborso di diverse obbligazioni. A fronte della diminuzione delle passività finanziarie sono stati emessi due prestiti obbligazionari: uno collocato privatamente per un importo di 0.2 miliardi l'altro collocato presso investitori istituzionali per un importo di 1,13 miliardi di euro. L'indebitamento è aumentato anche in vista della possibile scissione prevista per il 2015;
- L'EBITDA è di circa 8.300 milioni di euro ed è diminuito del -10,64%. Si sono avuti, però, dei fattori positivi inerenti alla riduzione dei costi forniti dal programma E.ON 2.0, agli alti guadagni generati da "Generation" e da "Rinnovabili", alla maggiore produzione di "Exploration & Production". Di contro i fattori negativi sono dovuti all'andamento generale inferiore delle restanti divisioni, ai redditi inferiori nell'attività di trading, agli effetti negativi di regolamentazione attinente l'unità regionale Germania ed ai minori risultati conseguiti in Russia e in altri paesi europei;

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Il risultato netto è negativo a causa dei fatti esposti precedentemente; in quest'anno si è registrata una perdita di -3.130 milioni di euro.

Già nel novembre 2014 E.on ha annunciato l'intenzione di mettere a fuoco il Gruppo sul futuro dell'energie rinnovabili, delle reti energetiche e soluzioni per i clienti. L'attività di generazione tradizionale, il commercio mondiale di energia e Exploration & Production saranno trasferite ad una nuova società indipendente chiamata Uniper.Eon . quest'ultima società insieme a E.on agiranno in modo indipendente a partire dal 1° gennaio 2016. Nello specifico, in risposta ad un contesto di mercato radicalmente mutato, E.on ha manifestato l'intenzione di scindersi in due società: alla prima, già esistente, rimarranno tutte le attività tradizionali e in particolare la produzione e la gestione delle centrali a carbone, a gas e nucleari. Alla seconda, denominata "Uniper" e da quotare in Borsa entro il 2015, confluiranno le rinnovabili, la gestione delle reti e i servizi alla clientela. Per finanziare il nuovo piano, E.on proseguirà nel suo piano di dismissioni: Spagna e Portogallo sono state cedute al fondo infrastrutturale australiano Macquarie per 2,5 miliardi di euro. Con questa operazione prosegue la svalutazione degli assets, iniziata allorquando il cancelliere tedesco, Angela Merkel, ha annunciato l'uscita dal nucleare e l'avvio di una politica sempre più sostenuta nei confronti delle energie verdi. In ragione di questa decisione politica, la strategia dell'utility di E.on assomiglia alla creazione di una bad company, ovvero scorporare le attività meno redditizie che, per stessa ammissione del gruppo, saranno destinate alla vendita. Nel corso dell'anno la società ha imputato accantonamenti per 14,5 miliardi effettuando anche, nel quarto trimestre, una nuova svalutazione di 4,5 miliardi, legata soprattutto alle attività del Sud Europa.

Con la semplice manifestazione di volontà inerente la scissione la Borsa ha reagito positivamente al nuovo piano, pur consapevole che questo periodo transitorio non sarà facile. Nei primi nove mesi del 2014, E.on ha denunciato un calo degli utili del 25%, ma per la fine dell'anno si prevede di andare in rosso proprio per le svalutazioni ancora da effettuare, cui si aggiungono i 700 milioni dei primi tre trimestri. Inizialmente, E.on manterrà una quota di minoranza nella nuova società. La separazione in due più piccole e dinamiche società rafforzerà la competitività di tutte le imprese attuali presenti in E.on. Entrambe saranno in grado di adottare un approccio più mirato alla gestione delle loro imprese, che aprirà la strada a una

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

maggior redditività e la crescita più dinamica e creare interessanti opportunità per i dipendenti e stakeholder esterni. Esse saranno meglio in grado di differenziare le loro operazioni di business secondo i clienti, le tecnologie, i rischi, i mercati e di adottare un approccio mirato allo sviluppo delle capacità e dei processi necessari. Ciascuna delle due società sarà in grado di sviluppare una cultura aziendale coerente e stabilire un chiaro posizionamento del marchio. Inoltre, entrambe le società avranno costi di capitale più specifici e una valutazione adeguata, e quindi un migliore accesso ai mercati dei capitali.

Per concludere, E.on punta a diventare il partner di riferimento per le soluzioni energetiche e clienti. Intende fornire questo impegno al fine di raggiungere ambiziosi obiettivi per la sostenibilità, la fidelizzazione dei clienti¹³⁵ e soluzioni innovative. Chiara focalizzazione di E.on su tre forti core business permetterà di offrire soluzioni energetiche sul lato della produzione e della domanda:

- **Rinnovabili:** E.on ha una crescente attività nelle fonti rinnovabili a livello internazionale in attraenti regioni di destinazione (Europa, gli Stati Uniti, altri mercati) basati su tecnologie rilevanti per il cliente (onshore e l'eolico offshore, PV) per la rete aziende, fornitori di energia, grandi clienti e mercati all'ingrosso. In questo settore E.on è leader nello sviluppo del progetto, nell'esecuzione e nell'esercizio di tale eccellenza dando un tangibile vantaggio competitivo in questo business.
- **Reti dell'Energia:** Reti energetiche collegano i nostri clienti e sono il fulcro per la griglia digitalizzazione. E.on sta sviluppando soluzioni intelligenti per immettere nella rete di distribuzione una maggiore quantità di energia elettrica derivante da fonti rinnovabili. In Germania, un terzo della distribuzione generata è collegata alla rete E.on ed è sovvenzionata dalla Legge sulle energie rinnovabili;
- **Soluzioni per i clienti:** E.on svilupperà migliori energie fisiche, digitali e commerciali da offrire a enti comunali, pubblici, commerciali, residenziali e clienti in genere. L'obiettivo per l'azienda è diventare "partner" di riferimento, offrendo un servizio di alta qualità e migliorando costantemente

¹³⁵ La fidelizzazione indica l'insieme delle azioni di marketing volte al mantenimento della clientela già esistente e si realizza principalmente attraverso una serie di strategie volte a creare il più elevato grado di soddisfazione del cliente.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

la ridefinizione del portafoglio di prodotti e servizi in risposta ai clienti la cui domanda di efficienza energetica e di generazione distribuita è sempre crescente.

Anche se ognuno di questi core business è indipendente ed ha una sua logica di business, modificandoli in una sola azienda, offre vantaggi significativi. Consentirà a E.on di acquisire e sfruttare una comprensione globale della trasformazione del sistema energetico e l'interazione tra i singoli mercati parziali nei sistemi di approvvigionamento energetico regionale e locale. Queste imprese saranno in grado di lavorare in perfetta sinergia per la progettazione di offerte orientate ai clienti e soluzioni package per il nuovo mondo dell'energia (come le soluzioni sostenibili per le città), per condurre una gestione degli stakeholder, posizionando in modo più efficace il marchio.

4.4. EDF

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/E+D	0,138475	0,154693	0,124031	0,135275	0,153405	0,150651	0,12279	0,151362	0,151536
D/E+D	0,861525	0,845307	0,875969	0,864725	0,846595	0,849349	0,87721	0,848638	0,848464
E/non current liabilities	0,226754	0,265008	0,21191	0,217949	0,26148	0,239935	0,190713	0,246379	0,239605
E/current liabilities	0,553475	0,592779	0,426714	0,55818	0,743248	0,685674	0,526621	0,671597	0,701479
non current liab/current liab	2,440856	2,236836	2,013656	2,561063	2,84246	2,857746	2,76133	2,725867	2,927641

Il peso delle fonti è praticamente uniforme negli esercizi presi in considerazione. Il peso dell'equity risulta essere in media pari a 14,25% mentre il peso del debito è in media pari a 85,75%. Gli ultimi tre indici della tabella determinano il rapporto esistente tra una fonte ed un'altra.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
current liab/E+D	0,250193	0,260963	0,290666	0,242351	0,206398	0,219713	0,233166	0,225377	0,216024
non current liab/E+D	0,610684	0,583731	0,585302	0,620675	0,586679	0,627883	0,643848	0,614347	0,63244
liab assets held for sale/E+D	0,000648	0,000612	0	0,001699	0,053517	0,001752	0,000196	0,008914	0
D/E+D	0,861525	0,845307	0,875969	0,864725	0,846595	0,849349	0,87721	0,848638	0,848464

Il primo indice della tabella corrisponde all'indebitamento corrente, il secondo all'indebitamento permanente mentre il terzo racchiude le passività associate alle attività destinate alla vendita. La loro sommatoria corrisponde all'indice di indebitamento complessivo, che è in media pari all'85,75% per tutti gli anni presi in considerazione.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
D/E	6,221501	5,464405	7,062475	6,39233	5,518684	5,637838	7,143983	5,606663	5,599089
non current liab/current liab	2,440856	2,236836	2,013656	2,561063	2,84246	2,857746	2,76133	2,725867	2,927641

In questa tabella vengono rappresentati i quozienti di indebitamento complessivo e i quozienti di consolidamento del passivo. In media l'importo del debito è pari a sei volte (6,071885) l'importo dell'equity; mentre le passività non correnti risultano essere in media due e mezzo volte (2,596384) l'importo delle passività correnti.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
E/non current assets	0,18956	0,213982	0,17602	0,181367	0,232469	0,214119	0,16894	0,211843	0,208041
(E+non current liab)/non current assets	1,02553	1,021438	1,006653	1,013523	1,121516	1,106523	1,054777	1,071668	1,076306

Anche in questo caso il quoziente secondario di struttura è al di sopra dell'unità, mentre il quoziente primario di struttura risulta essere in media pari al 20%.

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
ROElordo = Income Before Taxes/E	0,278963	0,284541	0,190015	0,1981	0,055955	0,126751	0,148829	0,163749	0,141218
ROElordo in %	27,90%	28,45%	19,00%	19,81%	5,60%	12,68%	14,88%	16,37%	14,12%
ROE = Net Income/E	0,232953	0,216177	0,13181	0,142026	0,035876	0,090405	0,108414	0,10793	0,094942
ROI = Operating Income/E+D	0,052243	0,05471	0,040943	0,045712	0,025867	0,03509	0,034224	0,033185	0,030427
ROI in %	5,22%	5,47%	4,09%	4,57%	2,59%	3,51%	3,42%	3,32%	3,04%
ROS = Operating Income/ V	0,158759	0,16753	0,123073	0,152361	0,09553	0,126878	0,113366	0,111265	0,109559
pci = V/E+D	0,329071	0,326568	0,332675	0,300026	0,270772	0,276569	0,30189	0,298249	0,277726
ROI = ROS*pci	0,052243	0,05471	0,040943	0,045712	0,025867	0,03509	0,034224	0,033185	0,030427
Tf	0,015802	0,015184	0,016917	0,022905	0,020792	0,018654	0,016155	0,012411	0,010653
q	6,221501	5,814722	6,204538	6,681519	5,929296	5,576605	6,342767	6,285203	5,602793
(1-a)	0,835068	0,759738	0,693681	0,716941	0,64117	0,71325	0,728446	0,659119	0,672309
ROE = [ROI+(ROI-Tf)* q]/(1-a)	0,232953	0,216177	0,13181	0,142026	0,035876	0,090405	0,108414	0,10793	0,094942
ROE in %	23,30%	21,62%	13,18%	14,20%	3,59%	9,04%	10,84%	10,79%	9,49%

Negli anni esaminati, sia il R.O.E. netto sia il R.O.E. lordo assumono valori ritenuti soddisfacenti. Il 2010, però, è l'anno in cui si registrano dei valori inferiori rispetto agli altri esercizi, difatti si annota un R.O.E. netto pari al 3,59% e un R.O.E lordo pari al 5,60% ciò è causato da un calo generale delle vendite, rappresentato dall'indice del R.O.S.

Nelle successive pagine verranno evidenziati gli eventi che ho ritenuto rilevanti nel corso degli anni presi in considerazione ed attinenti alla società EDF. I principali dettagli sottodescritti sono stati desunti dai bilanci consolidati della società Gruppo EDF, redatti secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2006

- Introduzione delle nuove tariffe relative all'energia elettrica TURP 2 e TARTAM;
- Politica nazionale per la gestione sostenibile dei materiali e dei rifiuti radioattivi;
- Il Gruppo EDF detiene il controllo esclusivo di EDF Energies Nouvelles - operatore sul mercato mondiale delle energie rinnovabili - che ha intrapreso una IPO nel novembre 2006. A seguito degli accordi con il Gruppo Mouratoglou è stato aumentato il capitale sociale (530 milioni) dei quali 134 milioni sono stati sottoscritti da EDEV attraverso un'offerta riservata;
- A causa della disposizione che copre il risarcimento in materia di applicazione della tariffa di transizione TARTAM, l'EBITDA è diminuito in questo esercizio. Senza questa spesa, l'EBITDA sarebbe stato pari a 14.400 milioni ma, a causa dell'applicazione della suddetta tariffa, si attesta ai 13.930 milioni di euro. Tale importo è dovuto principalmente al consolidamento di Edison nel corso dell' anno 2006 (impatto dei 632 milioni di euro);
- L'utile netto conseguito è stato di 5.777 milioni di euro, in gran parte riconducibile all'aumento negli sviluppi EBITDA e favorevoli risultati finanziari e delle imposte sul reddito nel 2006.

In quest'anno sono state introdotte nuove tariffe - Tarifs d'utilisation des Réseaux publics de Transport et de Distribution d'Electricité o TURP 2 - relative all'energia elettrica che sono entrate effettivamente in vigore dal 1° gennaio 2006, a seguito dell'approvazione da parte del Ministero delle Finanze francese avvenuta il 23 settembre 2005. La Commission de Régulation de l'Energie o più comunemente CRE, però, ha ritenuto necessario introdurre un sistema per compensare possibili effetti dovuti ad elementi non controllabili da parte degli operatori di rete. Questo sistema dovrà utilizzare costi patrimoniali e ricavi fuori bilancio (o CRCP) per registrare tutti gli effetti di questi elementi al di fuori del controllo, cioè le eccedenze o carenze di reddito del gestore di rete e le spese da recuperare. La legge francese 2006-1537 del 7 dicembre 2006 in materia di energia prevede l'applicazione in Francia di una nuova tariffa - Tarif réglementé transitoire d'ajustement de marché o

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

TARTAM - automaticamente applicabile per due anni dalla data di prima applicazione per tutti gli utenti finali di energia elettrica, a condizione che facciano richiesta formale al loro fornitore entro il 1 ° luglio 2007. I fornitori che somministrano energia elettrica ai clienti che ne facciano richiesta, riceveranno comunque un risarcimento nel caso in cui il costo dell'energia elettrica fornita supera il reddito corrispondente per la fornitura alla tariffa di transizione. Questi compensi corrisposti ai fornitori di energia elettrica devono essere finanziati da una quota del contributo al servizio pubblico di energia elettrica - Contributo al servizio pubblico de l'Electricité o CSPE -, e da un contributo pagato dalle public utilities che include anche EDF, fino al limite di 1,3 €/ MWh. Il contributo di EDF nell'ambito del sistema della tariffa di transizione (TARTAM) è pari ad €470.000.000 per l'anno 2006. La legge francese 2006-739 del 28 giugno 2006, definisce la politica nazionale per la gestione sostenibile dei materiali e dei rifiuti radioattivi e si applicherà a tutti gli operatori di impianti nucleari regolamentati tra cui EDF. Sulla base di questa legge la società ha rivisto in aumento la stima del Fondo per la rimozione e lo stoccaggio dei rifiuti radioattivi rispetto ai 11.498 milioni del 2005 contro i 12.554 milioni del 2006.

EDF Energies Nouvelles (EDF EN) era intenzionata ad entrare nel mercato regolamentato e ci è riuscita grazie ad EDEV, facente parte del Gruppo EDF. Sono state effettuate diverse operazioni sulle azioni di EDF EN. Queste hanno modificato il valore della partecipazione registrata da EDEV, pur rimanendo al 50% il 31 dicembre 2006. In data 28 novembre 2006 EDF EN è ammessa nel mercato regolamentato e, in virtù di questa ammissione, EDF e EDEV hanno stipulato un patto parasociale. Tale patto è stato stipulato tra due gruppi: il primo rappresentato da EDF ed EDEV, mentre il secondo dal signor Pâris Mouratoglou (che rappresenta il Gruppo Mouratoglou) e la società lussemburghese SIIF - Société Internationale d'Investissements Financiers). I due gruppi sopra menzionati hanno poi firmato un emendamento, il 10 novembre 2006, che serviva a neutralizzare l'impatto della riduzione di dieci volte del valore nominale delle azioni EDF EN, decisa dagli azionisti in occasione dell'assemblea generale del 18 settembre 2006. Interesse primario del Gruppo EDF è stato di mantenere la maggioranza assoluta in EDF EN soprattutto a seguito del buon esito dell'IPO, a tal fine il CdA di EDF EN ha deliberato l'emissione di nuove azioni riservate per EDEV pari 4.798.464 azioni, 28

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

€per azione, per un valore corrispondente a 134.400.000 di euro. Grazie al patto parasociale il gruppo EDF e il Gruppo Mouratoglou si sono assunti i seguenti obblighi, ovvero:

- Impegno di liquidità, fatte salve le disposizioni legislative e regolamentari che riguardano i mercati regolamentati. I Gruppi si asterranno da qualsiasi acquisizione diretta o indiretta di azioni che consentano di ridurre la quota di capitale di EDF EN inferiore al 95% di quella porzione;
- Impegno sul diritto preferenziale, nel caso in cui il Gruppo Mouratoglou preveda di trasferire alcune o tutte le sue azioni. Il gruppo EDF beneficerà di un diritto di prelazione per l'acquisto di tali azioni. Tale diritto sarà esercitato in modo diverso, a seconda che il beneficiario del trasferimento delle azioni sia una o più istituzioni finanziarie (per collocamento presso investitori istituzionali o sul mercato) oppure altre parti. Nel primo caso, il gruppo EDF può acquistare le azioni a un prezzo basato sul prezzo di mercato azionario, mentre nel secondo caso, potrà acquistare le azioni alle stesse condizioni ed allo stesso prezzo convenuto alla terza parte (se il trasferimento avviene attraverso una vendita semplice per contanti) oppure ad un prezzo determinato da un esperto indipendente (per esempio nel caso di un contributo, scambio o altra operazione);
- Disposizioni in materia di investimenti del Gruppo Mouratoglo. Qualora la caduta degli investimenti del Gruppo Mouratoglou avvenisse al di sotto del 10% del capitale di EDF EN, fatto salvo il rispetto dei suoi impegni di blocco relativi alla IPO, EDEV avrebbe concesso al Gruppo Mouratoglou un'opzione put per tre mesi dalla data in cui si sarebbe verificata tale riduzione, ad un prezzo per azione pari alla media ponderata per il volume della quota EDF EN nei 60 giorni di negoziazione precedenti alla comunicazione dell'esercizio di tale opzione (esso però non poteva essere superiore al 10% in più rispetto all'ultimo prezzo di chiusura del titolo prima di tale notifica). Se il Gruppo Mouratoglou non avesse esercitato l'opzione put, EDEV avrebbe ottenuto un'opzione call su tutte le azioni detenute dal Gruppo Mouratoglou per un periodo di tre mesi a partire dalla scadenza del periodo di esercizio dell'opzione put sopra citata.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2007

- L'EBITDA è stato di 15.210 milioni di euro, con un incremento del 9,20% rispetto al 2006;
- Il risultato netto del Gruppo ammonta a 5.793 milioni, rispetto a 5.777 milioni per l'anno precedente. L'aumento del reddito prima delle imposte delle società consolidate (+ 802 milioni di €) è stato quasi totalmente controbilanciato dalle variazioni di imposte sul reddito (- 695 milioni di euro) e dalla quota delle società valutate con il metodo del patrimonio netto (- €95 milioni);
- L'indebitamento netto è aumentato di 1.337 milioni di euro a 16.269 milioni di euro al 31 dicembre 2007, da 14.932 milioni di € al 31 Dicembre 2006.

2008

- Accordo di lungo termine per la cooperazione industriale con AREVA ed aumento del capitale sociale di EDF EN;
- L'EBITDA è pari a 14.240 milioni, in calo del 6,4% rispetto al 2007, principalmente a causa della disposizione che rifletta l'impatto della proroga del regime tariffario di transizione (TARTAM);
- L'utile netto del Gruppo è pari a 3.535 milioni rispetto ai 5.793 milioni nel 2007. Tale variazione deriva principalmente dal basso reddito ante imposte di società consolidate (-2,713 milioni di euro), nonostante un aumento della quota del reddito delle società valutate con il metodo del patrimonio netto (+184 milioni di euro) e una riduzione 280 milioni di imposte sul reddito;
- L'indebitamento netto è aumentato di 8.207 milioni attestandosi a 24.476 milioni di euro al 31 dicembre 2008.

Il Gruppo EDF ha fatto largo uso di finanziamenti esterni nel 2008, intraprendendo programmi di emissione su larga scala nel corso dell'anno ed incrementando la durata media del debito. Le principali operazioni sono descritte qui di seguito:

- EDF ha intrapreso diverse emissioni obbligazionarie collocate nel mercato francese e quello internazionale presso investitori istituzionali, principalmente sono state emesse:

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- 1,5 miliardi di € di obbligazioni nel gennaio 2008, con scadenza a 10 anni,
- 1,8 miliardi di € di obbligazioni nel maggio 2008, con scadenze 6 a 12 anni,
- 0,5 miliardi di £ (0,6 miliardi di €) bond nel maggio 2008, con scadenza 20 anni,
- 40 miliardi di yen (0,2 miliardi di €), nel luglio 2008, con scadenza 5 anni,
- 2 miliardi nel novembre 2008, con scadenza a 4 anni e 2 mesi,
- 1.35 miliardi di CHF (0,9 miliardi di €) obbligazioni a novembre e dicembre 2008, con scadenza di 5 anni,
- 0,4 miliardi di £ (0,5 miliardi di €) obbligazionario, nel dicembre 2008, con scadenza 14 anni;
- RTE EDF Transport obbligazioni emesse anche nel mese di maggio e di agosto per un totale di 1,25 miliardi e 1 miliardo e con scadenza di 7 e 10 anni, rispettivamente, al fine di rifinanziare una parte del suo debito;
- EnBW ha effettuato due emissioni obbligazionarie nel novembre 2008 per un totale di 1,5 miliardi di euro e durata di 5 e 10 anni, per coprire il proprio programma di investimenti. L'operazione è stata gestita da un consorzio bancario europeo.

Il 19 dicembre del 2008, EDF e **AREVA** hanno firmato un accordo di lungo termine per la cooperazione industriale (2040), per quanto riguarda la rimozione del combustibile esaurito tutto di EDF, le condizioni tecniche e finanziarie di trasporto, il trattamento e il riciclaggio del combustibile esaurito (2008-2012), e l'importo del pagamento per lo smantellamento della centrale di AREVA di La Hague. L'accordo chiarisce i principi per la futura cooperazione tra EDF e AREVA sulla base di due impegni reciproci: AREVA opererà l'impianto di La Hague e l'impianto Melox fino al 2040, con l'obiettivo di un miglioramento continuo della performance industriale e economico, a vantaggio della controparte; mentre EDF utilizzerà queste strutture fino al 2040 e in questo periodo AREVA si occuperà del trasporto del combustibile esaurito. L'accordo è una continuazione dei legami di lunga data tra le due società, che sono stati

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

basati sulle disposizioni relative alle prime centrali nucleari di EDF; infatti alla AREVA sono state commissionate le sottoindicate attività:

- Raccolta e trasporto del combustibile esaurito delle centrali elettriche del FES allo stabilimento di La Hague;
- Separazione del materiale combustibile riciclabile da residui finali a La Hague e fornitura di combustibile MOX all'impianto Melox;
- Condizionamento e riduzione al minimo dei volumi dei residui finali, per vetrificazione dei rifiuti di alto livello che perdranno nel tempo o per la compattazione dei rifiuti di livello medio-lunga durata, per lo stoccaggio provvisorio di sicurezza negli impianti dedicati a La Hague.

Il pagamento che EDF effettuerà ad AREVA per le attività di recupero, di condizionamento dei rifiuti vecchi, di arresto finale nonché per il sostentamento dei costi per l'impianto di La Hague è fissato nell'accordo di cooperazione industriale del 19 dicembre 2008 ed è pari a 2,3 miliardi di euro al 1 ° gennaio 2008. Come risultato di questo accordo quadro, l'importo del fondo pagamento completo di EDF è stata invertita e riconosciuta come una passività operativo di 1,68 miliardi di tasse escluse, al netto degli acconti EDF ha già pagato a AREVA. I due gruppi si sono impegnate a negoziare i termini di un contratto definitivo ai sensi del presente accordo quadro entro il 31 dicembre 2009, in particolare per quanto riguarda le condizioni pratiche per la liquidazione della passività.

Per finanziare il suo sviluppo nel settore dell'energia solare fotovoltaica, EDF EN ha aumentato il capitale sociale per un importo lordo di 499.540.592 finale (incluso il sovrapprezzo). Ciò ha portato alla emissione di 15,513,683 nuove azioni del valore nominale di 1,60 ciascuna, consegnata il 30 settembre 2008 ad un prezzo di 32.20 ciascuno. Il gruppo EDF e il gruppo Mouratoglou, che insieme possiedono il 75,1% del capitale e dei diritti di voto di EDF Energies Nouvelles, hanno utilizzato tutti i loro diritti di sottoscrizione.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2009

- Acquisizione della società British Energy;
- L'EBITDA ammonta a 17.466 milioni di euro, in crescita del 22,65% rispetto al 2008, grazie anche alle imprese presenti fuori dalla Francia, in particolare nel Regno Unito. L'EBITDA ha registrato una correzione per quanto concerne la tariffa di transazione TARTAN, attestandosi a 15.435 milioni di euro, in crescita quindi del 8,40 % ;
- L'utile netto è pari a 4.088 milioni rispetto ai 3.535 milioni dell'anno precedente;
- Il conto economico 2009 è caratterizzato da un significativo miglioramento dei proventi finanziari netti, grazie a dei ripristini di valore di attività finanziarie, pari a 1.662 milioni di euro (disposizioni in materia di titoli di investimento di EDF internazionali, le attività dedicate, perdite su cambi per la sterlina) contro un 2.067 milioni di euro di incremento delle svalutazioni nel 2008. L'aumento di 750 milioni del risultato eccezionale nel 2009 deriva in gran parte dal trasferimento ad Alpiq dei diritti di prelievo sulla centrale idroelettrica di Emosson, in cambio di azioni della società per un valore di 481 milioni. Un altro fattore è stata la sentenza della Corte europea del 15 dicembre 2009. Questa sentenza ha annullato la precedente del 16 dicembre 2003 che aveva classificato, il mancato pagamento di EDF nel 1997 di imposte sul reddito sulla quota utilizzata a seguito di disposizioni per il rinnovo delle strutture di rete nazionale francesi iscritti tra "I diritti di concedente", come aiuti di Stato, e quindi disponendo il recupero da parte dello Stato francese. Ciò ha portato EDF a registrare 191 milioni di euro di proventi finanziari (corrispondente al rimborso degli interessi pagati per il periodo 1997-2004), e 507 milioni di euro di entrate fiscali (corrispondente al capitale) nel 2009;
- L'indebitamento netto del Gruppo è aumentato di 18.020 milioni, da 24.476 di euro al 31 dicembre 2008 a 42.496 milioni al 31 dicembre del 2009 e comprende il totale dei prestiti e delle passività finanziarie, netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti e delle attività liquide. Le disponibilità liquide sono attività finanziarie che comprendono fondi e strumenti su tassi di interesse con scadenza iniziale superiore a tre mesi, che

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

sono prontamente convertibili in denaro indipendentemente dalla loro durata e sono gestiti secondo un criterio di liquidità orientata.

Il 5 gennaio del 2009, la Lake Acquisitions Ltd, una società interamente controllata del gruppo EDF, ha preso il controllo di **British Energy**, ricevendo azioni per il 96,44% del capitale sociale emesso. Il 12 gennaio del 2009, Lake Acquisitions ha annunciato la pubblicazione di avvisi di acquisizione obbligatoria agli azionisti di British Energy che non avevano ancora accettato le offerte. Gli azionisti di British Energy hanno avuto tempo fino al 23 febbraio per accettare le offerte iniziali, dopo di che le loro azioni sono state acquisite da Lake Acquisitions secondo i termini del bando di acquisizione obbligatoria. In seguito al completamento di queste operazioni, Lake Acquisitions detiene azioni che rappresentano l'intero capitale sociale di British Energy fatta eccezione per la golden share detenuta dal governo britannico.

Il pagamento di questa acquisizione è avvenuto tramite contanti per £ 12.180 milioni (13.016 milioni di euro) e tramite prestito bancario sindacato di £ 11 miliardi, che è stato interamente rimborsato nel corso del 2009 a seguito di una politica di rifinanziamento, in particolare attraverso:

- due prestiti obbligazionari il 23 gennaio 2009 (€4 miliardi);
- due obbligazioni sul mercato svizzero il 3 marzo 2009 (CHF 650 milioni);
- titoli il 2 giugno 2009 (£ 1,5 miliardi);
- un bond retail in Francia il 17 luglio 2009 (€3,3 miliardi);
- cinque titoli in Giappone nel luglio 2009 (yen 120,4 miliardi);
- titoli il 11 settembre 2009 (2,5 miliardi).

2010

- Proroga del sistema tariffario di transizione TARTAM;
- Vendita delle attività di rete nel Regno Unito ed altre operazioni del Gruppo EDF in Italia;
- L'EBITDA è stato pari a 16.623 milioni di euro in aumento del 4,83% rispetto al 2009. Ciò include una disposizione di 380 milioni di euro in vista delle successive proroghe del sistema tariffario di transizione TARTAM alla

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

seconda metà del 2010, quindi la prima metà del 2011 (leggi del 7 Giugno 2010 e 7 dicembre, 2010);

- L'utile netto è diminuito del 69,45% attestandosi a 1.249 milioni rispetto ai 4.088 milioni dell'anno precedente;
- Il conto economico 2010 è segnato da una crescita di oltre il 5% del fatturato e una diminuzione di quasi il 6% del risultato di gestione, particolarmente colpiti dalla estensione del sistema tariffario di transizione TARTAM rispetto al 2010 e il 2011. I proventi finanziari netti si riducono di 1.874 milioni di euro, in parte imputabile a rettifiche di valore sulle partecipazioni e perdite sui cambi relativi alla sterlina, nonché per 733 milioni di euro che riguardano il trasferimento ad Alpiq dei diritti di prelievo sulla centrale idroelettrica di Emosson nel 2009. Un altro fattore che ha inciso sul conto economico è stata la sentenza della Corte europea del 15 dicembre, 2009, di cui è stato fatto cenno in precedenza. Gli effetti di tale sentenza hanno portato EDF a registrare 191 milioni di euro di proventi finanziari (corrispondente al rimborso degli interessi pagati per il periodo 1997-2004), e 507 milioni di euro di entrate fiscali (corrispondente al capitale) nel 2009;
- L'indebitamento netto del Gruppo è diminuito di 8.107 milioni nel 2010, da 42.496 milioni di euro al 31 dicembre 2009 a 34.389 milioni di euro al 31 dicembre 2010.

La legge del 7 giugno 2010 ha prorogato la tariffa di transizione per altri sei mesi, fino al 31 dicembre 2010. Il prolungamento del sistema tariffario di transizione, derivante dalla applicazione della legge del 7 giugno e 7 dicembre 2010, si riflette nel bilancio consolidato in un costo aggiuntivo di 401 milioni per coprire il risarcimento dovuto a fornitori di energia elettrica per la seconda metà del 2010 e il 2011.

La vendita delle attività di rete nel Regno Unito ha contribuito per 6,7 miliardi mentre il perfezionamento della cessione della partecipazione del Gruppo in EnBW, che avverrà nel 2011, contribuirà a una riduzione dell'indebitamento consolidato. Al 31 dicembre 2010, in risposta a vari indicatori e incertezze, il Gruppo ha istituito un fondo di 750 milioni sul segmento Italia, registrato nel conto economico alla voce

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

"Altri ricavi e proventi". La disposizione riguarda i rischi connessi alle attività del Gruppo in Italia (Fenice, TDE / Edison). Esso copre in parte anche attività incluse nei conti del gruppo EDF in seguito all'acquisizione di Edison nel 2005 e, in misura minore, i rischi e le incertezze di mercato di Edison.

2011

- L'EBITDA è di 14.824 milioni di euro pari a -10,82% rispetto all'anno precedente, mentre l'utile netto di esercizio è di 3.246 milioni di euro;
- L'indebitamento netto del Gruppo si attesta a 33.285 milioni di € al 31 dicembre 2011 rispetto a 34.389 milioni di € al 31 dicembre 2010, con un decremento di 1.104 milioni di € nel corso dell'anno.

I fattori principali di questo calo dell'EBITDA sono da attribuire: alla vendita di EnBW (+ 7.091 milioni di euro) compensati dal free cash flow negativo (- 1.477 milioni di euro); all'impatto negativo della proposta di acquisto e di scambio per le azioni di EDF Energies Nouvelles (- 1.462 milioni di euro) e al pagamento finale dello smantellamento di La Hague (- 664 milioni di euro tasse escluse).

Dopo l'incidente di Fukushima, le autorità amministrative dei vari paesi in cui il Gruppo opera hanno preso decisioni in materia di impianti già in esercizio proponendo la realizzazione di nuovi impianti. Il primo ministro francese ha chiesto all'Autorità per la sicurezza nucleare (ASN) di condurre ulteriori valutazioni sulla sicurezza degli impianti nucleari presenti sul territorio francese. Per garantire la coerenza nelle azioni da intraprendere a livello nazionale ed europeo, l'ASN ha presentato delle specifiche per tali valutazioni il 9 maggio 2011. Nel mese di aprile, EDF ha riferito le sue prime proposte per rafforzare la sicurezza e il controllo della sua catena di produzione di energia nucleare ai commissari dell'ASN. Dopo Fukushima, EDF ha predisposto un programma di azioni a breve, medio e lungo termine, di diversa portata in relazione:

- Alla valutazione delle risorse tecniche e umane di alto livello che potrebbero essere messi a disposizione in caso di incidente;

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

- Alla formazione di una "task force" nazionale di intervento rapido per rafforzare i mezzi di trasporto dedicati e le risorse umane che possono essere mobilitate entro 24-48 ore in caso di crisi;
- Un esame approfondito del disegno centrale, al fine di garantire che le strutture abbiano margini di sicurezza sufficienti per far fronte a eventi come terremoti, inondazioni, la perdita di alimentazione e raffreddamento degli impianti.

Il 15 settembre 2011, EDF ha presentato all'ASN le sue 19 relazioni valutative per migliorare la sicurezza dei siti nucleari attualmente in esercizio e in fase costruzione. Da questo esame emerge che gli impianti del parco nucleare di EDF hanno un alto livello di sicurezza. Il 3 gennaio 2012, l'ASN ha pubblicato il suo rapporto sulle valutazioni di sicurezza supplementari condotte a seguito dell'incidente di Fukushima. A seguito di queste valutazioni condotte sugli impianti nucleari individuati come prioritari, l'ASN ritiene che le strutture esaminate sono sufficientemente sicuri non ritenendone necessaria la chiusura immediata.

L'8 aprile 2011 il gruppo EDF, che già possedeva il 50% di EDF Energies Nouvelles, ha lanciato un'offerta pubblica alternativa semplificato per acquisire tutte le azioni di EDF Energies Nouvelles, contro corrispettivo in denaro o in cambio di azioni. Il CdA di EDF ha approvato l'offerta nella sua riunione dell'8 aprile 2011. Quando l'offerta si è chiusa il 16 giugno 2011 il Gruppo ha acquisito le azioni per un importo di 1.351 milioni di euro, aumentando la sua proprietà di EDF Energies Nouvelles al 96.71%. EDF con una compressione obbligatoria su azioni non portate in adesione all'offerta, al prezzo di € 40 per azione. In parallelo, un contratto di liquidità è stato istituito per consentire EDF l'acquisto di azioni oggetto di piani di azionariato dei dipendenti. Queste operazioni hanno generato un costo complessivo di €103 milioni. EDF ha inoltre effettuato riacquisti di azioni, pari a 324 milioni di euro. Queste azioni proprie successivamente sono state annullate, provvedendo alla riduzione del capitale di EDF. Però non si è concretizzata la riduzione in quanto tale operazione è stata considerata come operazione tra soci applicando il principio contabile IAS 27. L'operazione, quindi, si riflette nel bilancio consolidato come parte di un decremento 716 milioni di euro a patrimonio netto (quota di EDF), corrispondente alla differenza tra il prezzo di acquisto e il valore netto contabile delle

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

quote di minoranza acquisite. EDF possiede il 100% del capitale sociale di EDF NE dal 29 Giugno 2011.

2012

- Nuovo assetto societario di Edison controllata da EDF (99,48%) ;
- L'EBITDA è pari a 16.084, con un aumento del 8,50% rispetto all'anno precedente, grazie anche all'effetto positivo di 309 milioni di euro dovuto al nuovo assetto societario di Edison ed all'effetto positivo sul cambio sterlina/euro di 154 milioni di euro;
- Il risultato netto di esercizio è pari a 3.557 milioni di euro.

Nel maggio del 2012 il Gruppo EDF, insieme ai partner italiani, ha acquisito il gruppo Edison. L'accordo preliminare sottoscritto nel dicembre 2011 è stato reso operativo il 24 maggio 2012, data in cui il Gruppo ha ottenuto il totale controllo di Edison acquisendo l'intera partecipazione di Delmi in Transalpina di Energia (TdE). Con questa acquisizione EDF detiene il 78,96 % del capitale e l'80,64 % dei diritti di voto in Edison.

2013

- Per il 2013 l'EBITDA è pari a 16.765 milioni di euro, in crescita del 4,23% rispetto all'anno precedente, mentre il reddito netto è pari a 3.755 milioni di euro.
- L'indebitamento si è attestato a 35.465 milioni di euro rispetto a 41.575 milioni di euro dell'anno precedente.

Allo stesso tempo, come il Gruppo EDF ha preso il controllo di Edison nel 2012, Delmi ha preso il controllo di Edipower con l'acquisto di partecipazioni in Edipower detenute da Edison. Queste due società hanno poi firmato un contratto a lungo termine, di 6 anni, per la fornitura di gas al fine di coprire il 50% del fabbisogno di Edipower.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

2104

- Il 29 agosto 2014 la Camera di Commercio del tribunale di Stoccolma ha notificato ad Edison e a Promgas, la propria decisione di rivedere i prezzi del gas con la Russia. Tale decisione ha avuto un impatto positivo di 80 milioni sul risultato operativo del Gruppo al lordo degli ammortamenti per il 2014 (compresa la compensazione ha ricevuto per gli anni precedenti).
- Gli arbitrati e gli accordi raggiunti nel 2013 relativi ai contratti di fornitura di gas a lungo termine da parte di RasGas (Qatar) e Sonatrach (Algeria) hanno avuto un positivo 813 milioni di € impatto sul risultato operativo del Gruppo al lordo degli ammortamenti per il 2013 (compresa la compensazione ha ricevuto per gli anni precedenti);
- Accordo tra Edison, EDF EN e F2i per la creazione di un terzo operatore italiano nel settore dell'energia rinnovabili;
- L'EBITDA è aumentato del 6,50% attestandosi a 17.850 milioni di euro, mentre l'utile netto di esercizio è pari a 3.773 milioni di euro;
- L'indebitamento netto del Gruppo si attesta a 34.208 milioni rispetto a 33.433 milioni. Tale incremento di 775 milioni di euro è dovuto principalmente al flusso di cassa negativo dopo dividendi e all'effetto sfavorevole dei cambi.

Il 6 novembre 2014, Edison, EDF Energies Nouvelles e F2i hanno finalizzato un accordo per la realizzazione di un terzo operatore italiano nel settore delle energie rinnovabili. Gli azionisti della nuova società sono F2i con una quota del 70% e una holding di proprietà di EDF con il restante 30%. Secondo i principi contabili di riferimento, il sistema di governance definito e gli accordi contrattuali associati consentiranno ad Edison di consolidare appieno la nuova società.

Il 15 gennaio EDF ha emesso un prestito obbligazionario attraverso diverse tranches in euro, dollari americani e sterline:

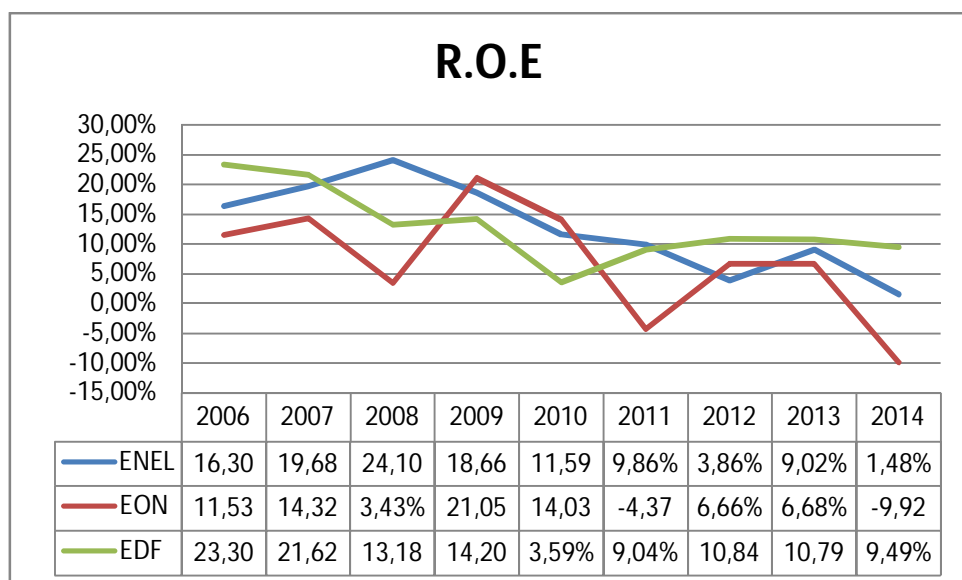
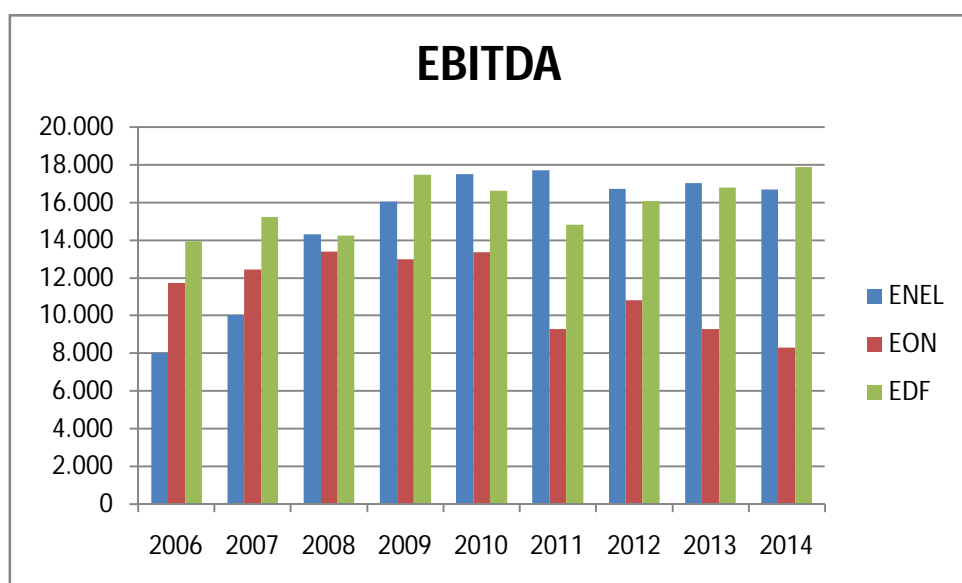
- \$ 1.500 milioni al 5,625% con un coupon di 10 anni data prima convocazione;
- €1.000 milioni al 4,125% cedola con un 8 anni Data prima convocazione;
- €1.000 milioni al 5% coupon con un 12-year data prima convocazione;
- £ 750.000.000 a 5,875% coupon con un 15-anno data prima convocazione.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Queste obbligazioni sono rimborsabili su iniziativa di EDF, dopo un periodo minimo compreso tra gli 8 e i 15 anni. Il rendimento annuo è fissato e rivalutato sulla base di clausole contrattuali che si differenziano a seconda della valuta.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

CONCLUSIONI



Il funzionamento dell'effetto del leverage sul R.O.E. è rappresentato dalla seguente espressione: $(R.O.I. - t_f)q$ che permette di enucleare l'incidenza apportata dal R.O.I. sui tassi di finanziamento, infatti, se il R.O.I. risulta maggiore rispetto al tasso dei finanziamenti si avrà un leverage positivo. Viceversa, se il R.O.I. è minore del

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

tasso dei finanziamenti avremmo un leverage negativo. Pertanto, in ragione di quanto enunciato, ho effettuato raffronti in tal senso sui tre Gruppi oggetto di studio, ovvero Enel, E.on ed Edf.

L'impresa **E.on**, negli anni 2011 e 2014, ha avuto una leva finanziaria negativa. In particolare l'anno 2011 è stato caratterizzato da un'indubbia incertezza su cui hanno contribuito anche l'evento sismico in Giappone, che ha provocato il grave incidente avvenuto nella centrale nucleare di Fukushima Daiichi, e i tumulti avvenuti in nord africa ed in medio oriente definiti "la primavera araba". Queste circostanze non sono portate a giustificazione ma hanno contribuito ad evidenziare un R.O.E. negativo, pari a -4,37%, per E.on (a differenza di quanto registrato in Enel e Edf in cui si è rilevato un ROE positivo rispettivamente del 9,86% e del 9,04%). Inoltre, l'EBITDA di E.on è decresciuto di circa il 30,32% registrando una diminuzione pari a 4.046 milioni di euro. Tra le cause di tale decremento si annoverano:

- La moratoria nucleare in Germania, che ha portato all'arresto non pianificato di alcune centrali, con un ampliamento dei costi sino al raggiungimento della somma di circa 2,500 milioni di euro;
- Sono aumentati notevolmente i costi inerenti alla gestione del gas di circa 700 milioni di euro;
- Aumento delle spese delle attività presenti nel Regno Unito ammontanti a circa 400 milioni di euro.

A questo occorre aggiungere la diminuzione degli investimenti complessivi che hanno subito un decremento, rispetto al 2010, di 1.800 milioni di euro. Ciò ha comportato un leverage negativo. Quindi, per fronteggiare l'eccessivo indebitamento ed ottenere un minor spreco delle risorse ottenute dalle fonti di finanziamento esterne, E.on ha intrapreso il Progetto E.on 2.0 teso a risolvere queste criticità. Tale Progetto non è risultato sufficiente anche perché il medesimo risultato negativo è emerso nel 2014; infatti anche in detto anno si è registrato un R.O.E. negativo pari a -9,92%. Per questa ragione la società ha deciso di procedere ad una scissione, che si ultimerà nel 2016 ed anche qui le due società saranno quotate in borsa e quindi si necessita di una composizione dell'equity e del debito intelligente. Il miglior anno

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

per E.on risulta essere il 2009. Anche se gli effetti della crisi economica globale persistevano, Eon ha ottenuto dei consistenti guadagni grazie alla cessione di Thüga e soprattutto grazie alle plusvalenze sui derivati swap per l'operazione inerente al giacimento di gas Yuzhno Russkoye con Gazprom.

Il 18 marzo del 2008 **Enel**, Acciona e E.on hanno raggiunto un accordo riguardo alle attività detenute da Endesa. Dopo la comunicazione da parte delle banche incaricate a stimare le valutazioni delle attività di Endesa, oggetto di vendita a E.on, in data 28.03.2008 il CdA di E.on ha formalmente comunicato l'intenzione di procedere nell'acquisto. Il 26 giugno 2008 è stata perfezionata la vendita a E.on; in sintesi, la transazione è stata effettuata per un valore complessivo di circa 11,5 miliardi di euro, comprensivo del debito (pari a circa 1,8 miliardi di euro) trasferito con le società oggetto di cessione e al netto delle partecipazioni detenute da soci di minoranza. In particolare:

- La partecipazione totalitaria, di Endesa in Endesa Europa, è stata venduta a E.on per un corrispettivo di 7.126 milioni di euro, a cui si sommano 1.159 milioni di euro per il saldo della posizione finanziaria netta intragruppo;
- La cessione delle centrali termoelettriche spagnole di Tarragona e di Los Barrios è avvenuta per un importo pari a 769 milioni di euro;
- Le attività del Gruppo Enel relative a Viesgo sono state vendute a E.on per un corrispettivo di 702,5 milioni di euro.

A causa della crisi economica mondiale, nel 2009 è stata rafforzata la solidità patrimoniale attraverso l'aumento del capitale sociale, l'emissione di titoli obbligazionari e il miglioramento del cash flow operativo. Per quanto riguarda l'aumento del capitale la Cassa Depositi e Prestiti e il Ministero dell'Economia e Finanze, in qualità di azionisti di riferimento della società, hanno deliberato la loro adesione all'aumento del capitale. L'azionista Cassa Depositi e Prestiti ha sottoscritto azioni ordinarie di nuova emissione pari al 31,24% e il 10,69% del nuovo capitale sociale. Alla fine C.D.P. risulta titolare di una partecipazione pari al 17,36% mentre la partecipazione diretta del M.E.F. si attesta al 13,88%. Per quanto concerne l'emissione di titoli obbligazionari, sono state lanciate sul mercato internazionale

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

multi-trache, destinate ad investitori istituzionali, in euro, in sterline inglesi e in dollari statunitensi. Nel 2014, nonostante sia possibile riscontrare nel bilancio consolidato un risultato ante imposte negativo, alla fine dell'esercizio sono state rilevate imposte anticipate connesse alla rilevazione di perdite fiscali utilizzabili in esercizi successivi e a componenti di reddito a deducibilità tributaria differita, per un importo il cui recupero negli esercizi futuri è ritenuto dagli Amministratori altamente probabile. La recuperabilità delle suddette imposte anticipate è subordinata al conseguimento di utili imponibili futuri sufficientemente capienti per l'assorbimento delle predette perdite fiscali e per l'utilizzo dei benefici delle altre fiscalità differite. La leva finanziaria di Enel ha sempre agito come moltiplicatore a favore del R.O.E. Nel 2014 si è avuto un leverage negativo anche se il R.O.E. risulta essere positivo in ragione della deducibilità fiscale differita. Quindi il risultato ante imposte è negativo e, grazie ad un coefficiente di defiscalizzazione negativo, si ottiene un risultato netto d'esercizio positivo. Inoltre grazie alla formula del leverage è possibile riscontrare, nel 2014, un R.O.I. inferiore al tasso medio dei finanziamenti ma, come detto in precedenza, il R.O.E. risulta essere positivo grazie a queste imposte differite.

Analizzando la situazione di **EDF** si riscontra una conformità sia per quanto riguarda la composizione del capitale sia per quanto riguarda la redditività. L'unica considerazione degna di riguardo è attinente all'anno 2010. In quest'anno Edf presenta un R.O.E. pari a 3,59% che risulta notevolmente inferiore rispetto a quello di Enel, pari a 11,59%, ed E.on, pari al 14,03%. Questo è dovuto principalmente:

- alla proroga del sistema tariffario di transazione TARTAM;
- alla riduzione dei proventi finanziari di 1.874 milioni di euro;
- alle rettifiche dei valori su partecipazioni e perdite su cambi della sterlina;
- L'utile d'esercizio è diminuito del 69,45% passando dai 4.088 milioni di euro del 2009 ai 1.249 milioni del 2010.

In estrema sintesi del lavoro svolto, si può affermare che le imprese hanno cercato la migliore combinazione della composizione dell'equity e di debito, consapevoli, comunque, dell'inesistenza di un'unica formula che permetta di realizzare una giusta coesione che possa perdurare nel tempo. Le società prese in riferimento hanno fatto ricorso abbondantemente al debito e la scelta tra il capitale di rischio (equity) e il capitale di credito (debito) si è basata sull'effetto leverage o leva finanziaria. Per

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

numeroso imprese, soprattutto le public utilities, il ricorso al debito risulta essere una strategia vincente per l'acquisizione di quote partecipative di altre società. Le diverse forme di debito (prestiti obbligazionari, mutui, aperture di credito da parte delle banche, compravendite di titoli nei mercati regolamentati e il buon esito degli strumenti derivati) sono utilizzate quotidianamente dalle public utilities al fine di rimanere competitive nell'ambito Nazionale, ma, soprattutto, Internazionale.

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

Fonti

• BIBLIOGRAFIA

- Fabrizio Di Lazzaro, *La performance del valore – per l'analisi aziendale*, seconda edizione, G. Giappichelli Editore, Torino
- Fabrizio Di Lazzaro, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011, IPSOA Gruppo Wolters Kluwe
- Francesco Giunta, Marcella Mulazzani, *Le analisi dei bilanci delle società di Public Utilities. Effetti del passaggio agli IAS/IFRS*, Franco Angeli
- Roberto Fazioli, *Economia delle public utilities – l'evoluzione dell'intervento pubblico di regolazione, liberalizzazione e privatizzazione*, libreriauniversitaria.it edizioni
- Dispensa per il corso di Economia delle Aziende e delle Amministrazioni Pubbliche I, Anno Accademico 2004/2005, *L'evoluzione dell'intervento pubblico nell'economia e le privatizzazioni*, Fabrizio Panozzo, Università Ca' Foscari di Venezia
- David J. Collis Cynthia A. Montgomery Giorgio Invernizzi Mario Molteni, *Corporate level strategy – generare valore condiviso nelle imprese multibusiness*, McGraw-Hill, terza edizione
- Milgrom P. Roberts J., *Economia, organizzazione e management*, Vol. I. II. Mulino
- Gilberto Castellani Massimo De Felice Franco Moriconi, *Manuale di finanza – Il teoria del portafoglio e mercato azionario*, il Mulino
- Loris Nadotti, *Finanziamenti d'impresa–custom publishing*, McGraw Hill Education create
- Gianfranco Cavazzoni, *Elementi di economia aziendale*, Giappichelli Editore – Torino
- Paolo Bastia, *Principi di Economia aziendale*, Nuova Edizione CEDAM
- Carlo Caramiello, Fabrizio Di Lazzaro, Giovanni Fiori, *Indici di bilancio – strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffrè Editore 2003
- Franco di Sabato, *Diritto delle società*, Giuffrè Editore
- IPSOA Gruppo Wolters Kluwe, *Principi contabili internazionali – interpretazioni e confronti con i principi contabili nazionali*, edizione 2011
- Commissione 6a del Senato della Repubblica (Finanze e Tesoro), *Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche*

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

amministrazioni, Audizione dell'08 luglio 2009 del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia, dr. Daniele Franco

- Michael Simkovic and Benjamin Kaminetzky, *Leveraged Buyout Bankruptcies, the Problem of Hindsight Bias, and the Credit Default Swap Solution* (August 29, 2010). *Columbia Business Law Review*, Vol. 2011, No. 1

• SLIDES

- Alessandro Musaio
- Fabrizio Di Lazzaro
- Sintesi lezione 4/5 Università degli Studi di Bergamo
- Introduzione al rischio, Università degli Studi di Parma
- Angelo D'Alia, *Le forme di finanziamento nelle società*, Master in Consulente Legale d'Impresa, LUISS

• PUBBLICAZIONI ED ARTICOLI

- Ronald Coase, Premio Nobel nel 1991, articolo: "*the nature of the firm*" del 1937
- Corriere della sera del 19 giugno 1996
- Sole 24 ore del 26 agosto 2008
- Sole 24 ore del 30 dicembre 2014
- Panorama del 25 marzo 2014
- Panorama dell' 11 agosto 2015
- Il Sole 24 Ore del 28 luglio 2015
- La repubblica del 20 luglio 1996
- Milano Finanza del 2 luglio 2007
- Economia & finanza del 13 giugno 2014

• SITOGRAFIA

- ENEL: https://www.enel.com/it-IT/investors/financial_reports/annual/
- E.ON: <http://www.eon.com/en/about-us/publications/annual-report.html>
- EDF: <https://www.edf.fr/en/the-edf-group/dedicated-sections/finance/financial-information/publications/annual-report>
- Commissione Europea: http://ec.europa.eu/index_it.htm
- <http://www.ipsoa.it/documents/bilancio-e-contabilita/principi-contabili-nazionali-e-internazionali/quotidiano/2014/08/22/principi-contabili-internazionali-esteso-il-perimetro-applicativo>
- Tesi di laurea in analisi e progettazione dei processi organizzativi Is "Il settore Energy & Utilities: un modello di business per il recupero dell'efficienza nella gestione del Cliente" , Corso di Laurea Specialistica in Ingegneria Gestionale, ALMA MATER

ANALISI COMPARATIVA DELL'EQUITY E DEL COSTO DEL DEBITO DELLE PUBLIC UTILITIES

STUDIORUM – Università degli studi di Bologna:

<http://www.tesionline.it/consult/preview.jsp?pag=1&idt=32892>

- Articolo del quotidiano del 27 settembre 2008:
<http://www.affariitaliani.it>
- Istituto Poligrafico Zecca dello Stato:
<http://www.ipzs.it/ext/index.html>
- Forex: <http://www.forexinfo.it/>
- J. Fondazione nazionale commercialisti:
http://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/system/files/imce/aree-tematiche/pac/PCI_Patrimonio_netto_Iannucci.pdf
- Strumenti finanziari IAS 32 e IAS 39:
http://www.econ.uniurb.it/materiale/6626_modulo%20strumenti%20finanziari.pdf
- sito consob: www.consob.it
- Forex: <http://www.forexwiki.it/Derivati>
- Derivati info: <http://www.derivati.info/cosa-sono-i-derivati/>
- Borsa italiana: <http://www.borsaitaliana.it/notizie/borsainforma/e-on.pdf>