

Scopo della presente nota è sollecitare il Governo/Ministro dei trasporti ad intervenire sull'Atto Unico (Convenzione+ Contratto di Programma) in essere tra ENAC e ADR, in quanto almeno uno dei due requisiti, in base ai quali era stata concessa deroga ad ENAC a pattuire con ADR un sistema di tariffazione diverso da quello stabilito dal CIPE, sembra non essere stato rispettato.

Con Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 21 dicembre 2012 viene approvato l'Atto unico costituito dalla Convenzione per la gestione totale fino al 30 giugno 2044 del sistema aeroportuale romano (Titolo I) e dal Contratto di programma in deroga (Titolo II) e relativi allegati (di seguito anche la "**Atto Unico**").

La stipula dell'Atto Unico avviene segnatamente in considerazione del fatto "*che, in forza del disposto dell'articolo 17, comma 34bis, del decreto legge 1 luglio 2009, n. 78, convertito con modificazioni in legge 3 agosto 2009, n. 102, è necessario prevedere specifiche clausole in materia di contratto di programma da stipularsi in deroga alla disciplina vigente, volte, in particolare, ad introdurre **sistemi di tariffazione pluriennale** e modalità di aggiornamento validi per l'intera durata del rapporto concessorio, idonei a garantire al gestore un'adeguata remunerazione del capitale investito" (v. Atto Unico, nei "CONSIDERATO", pag. 4).*

Nella Convenzione è previsto infatti un meccanismo tariffario ai sensi dell'art. 17, co. 34 bis, del D.L. n. 78/2009, convertito in legge n. 102/2009 (v.nota 1). Tale articolo, al fine di incentivare l'adeguamento delle infrastrutture di sistemi aeroportuali nazionali, prevede che l'Authority controllante i gestori aeroportuali, al tempo (2012) ENAC, potesse stipulare, per i sistemi aeroportuali di rilevanza nazionale aventi traffico superiore **a dieci milioni di passeggeri annui**, contratti di programma in deroga alla normativa vigente in materia (v. nota 2), alla data di approvazione del suddetto Atto Unico, cioè 21 dicembre 2012, "*introducendo **sistemi di tariffazione pluriennale orientati ai costi delle infrastrutture e dei servizi, a obiettivi di efficienza e a criteri di adeguata remunerazione degli investimenti e dei capitali**, con modalità di aggiornamento valide per l'intera durata del rapporto*".

La normativa in deroga si applica quindi ad aeroporti per i quali, tenuto conto dell'elevato volume di traffico, sono richiesti ingenti investimenti infrastrutturali che **però, secondo requisito essenziale della legge, si debbono fondare "su capitali di mercato del gestore"**, come recita letteralmente l'art-17 comma 34bis della summenzionata legge (102/2009).

A tale proposito è stata condotta l'analisi del Piano Economico-Finanziario e dei Bilanci ADR degli ultimi 5 anni, cioè **sia delle previsioni che dei consuntivi economici delle attività aeroportuali, le cui evidenze sono riportate di seguito.**

A – Impiego di capitali di mercato del gestore

Dall'analisi del Piano Economico Finanziario (All.3 Atto Unico DPCM 21/12/2012), da ora in poi denominato anche "**PEF**", e dei Bilanci ADR pubblicati, dal 2013 al 2017, si può ricavare che:

1) Il piano di copertura del fabbisogno finanziario funzionale a realizzare il piano degli investimenti infrastrutturali non prevede alcun apporto di nuovo capitale da parte degli azionisti.

Il capitale sociale resta fissato in 62milioni di euro dal 2012 al 2044, così come risulta nelle seguenti tabelle contenute nel PEF:

- a. "Stato Patrimoniale" (pagg. 76 e 77 PEF) la voce "capitale sociale versato" risulta sempre pari a 62.225.000 € per tutta la durata del piano
- b. "Rendiconto della Gestione Finanziaria" (pagg. 78 e 79 PEF) la voce "Aumento Capitale Sociale" è sempre pari a zero per tutta la durata del piano.

Anche a consuntivo, come risulta dall'esame delle suddette voci all'interno dei Bilanci ADR nel periodo 2013-2017, il capitale sociale interamente sottoscritto e versato rimane costante negli anni ed uguale a 62.224.743.

Allo stesso modo non subiscono variazioni le voci patrimoniali relative alla riserva da sovrapprezzo azioni e la riserva legale, che da anni non si incrementa più avendo raggiunto il limite massimo (i.e. il 20% del capitale sociale).

2) La copertura del fabbisogno di risorse finanziarie connesso alla realizzazione del piano di investimenti è totalmente realizzata tramite i ricavi operativi attribuiti in base al PEF al Concessionario e non con apporto di "capitali di mercato"

E' sufficiente considerare per ciascun esercizio le voci "Generazione di cassa operativa" e "Investimenti" (pag. 78 e 79 "Rendiconto della gestione finanziaria" del PEF)

Ebbene, si evidenzia che in ciascun esercizio i flussi di cassa cumulati da attività operative (considerando cioè non solo i flussi del singolo esercizio, ma anche quelli degli esercizi precedenti a partire dal 2013, primo anno del PEF) sono, per tutta la durata della concessione, superiori alle spese cumulate per investimenti.

In particolare, dal 2013 al 2017 la generazione di cassa operativa era prevista complessivamente pari a 1.425 milioni di euro, ampiamente superiore, di oltre 300 milioni di euro, alla previsione del fabbisogno per investimenti, pari a 1.119 milioni di euro (v. tabella 1).

Tab. 1

**CASH FLOW da Operations/investimenti
€ x 1000, importi cumulati (PEF All.3 CdP)**

	2013	2014	2015	2016	2017
Flusso di cassa netto da operations (a)	262.410	404.390	732.726	1.051.948	1.425.817
Flusso di cassa netto per investimenti (b)	180.988	387.434	600.535	819.634	1.119.058
Differenza a) -b)	81.422	16.956	132.191	232.314	306.759

Si noti bene anche che le spese per investimenti indicate nel PEF includono anche le spese per investimenti in servizi “NON REGOLAMENTATI”.

L’“ingente” (se così si può definire) piano di investimenti, tale da richiedere addirittura una sostanziale deroga alla normativa vigente, risulta perciò, a livello preventivo, ampiamente autofinanziato dagli ordinari ricavi aeroportuali, senza alcuna necessità di richiedere risorse finanziarie al mercato da parte della società concessionaria.

Sarebbe stato lecito riscontrare che, quantomeno nel quinquennio iniziale della Convenzione e nel rispetto del sopra richiamato art.17 comma 34bis, la previsione contabile fosse invertita, ovvero che le spese per investimenti risultassero superiori ai flussi di cassa operativi, per poter giustificare almeno in parte la cospicua remunerazione garantita al Concessionario fino al 30 giugno 2044.

Lo stesso quadro, ovvero quello di un totale autofinanziamento, dimostrato da un’eccedenza per complessivi 328milioni di euro di euro dei flussi di cassa da operations su quelli per investimenti, appare anche a livello consuntivo, analizzando i bilanci ADR 2013-2017 (v. tab 2).

Tab. 2

CASH FLOW da Operations/investimenti
€ x 1000 , importi cumulati (Bilanci ADR)

	2013	2014	2015	2016	2017
Flusso di cassa netto da operations (a)	289.090	602.667	906.403	1.369.706	1.647.294
Flusso di cassa netto per investimenti (b)	126.956	299.582	601.855	1.088.243	1.318.314
Differenza a) -b)	108.102	396.221	304.548	281.463	328.980

Anzi, è opportuno evidenziare che le previsioni contenute nel PEF risultano, in relazione ai flussi di cassa da attività operative, ampiamente “sottostimate” e, per quanto riguarda le spese per investimenti, certamente “sovrastimate”.

Le attività operative hanno generato nel quinquennio 1.647 milioni di euro, 222 milioni di euro in più di quanto previsto a PEF (ovvero +16%) (!)

Le spese per investimenti tecnici nel quinquennio sono state invece inferiori a quanto previsto nel PEF. Infatti, escluse le spese per “rinnovo infrastrutture aeroportuali”, ADR ha speso complessivamente 772 milioni di euro, di cui 109 milioni di euro per investimenti NON regolamentati, 347 milioni di euro in meno (- 36%) del PEF ovvero 1.119 milioni euro (v. Tab. 3).

Tab. 3

CASH FLOW per Investimenti tecnici
€ x 1000

	2013	2014	2015	2016	2017	TOTALI
Consuntivo (bilanci ADR)	32.233	77.850	164.845	335.427	162.138	772.493
PEF	180.988	206.446	213.101	219.099	299.424	1.119.058
Differenza a) -b)	148.755	128.596	48.256	-116.328	137.286	346.565

3) Indebitamento

Nei primi due anni post stipula dell'Atto Unico l'indebitamento finanziario netto è diminuito da 888 milioni di euro a fine 2012 a 597 milioni di euro a fine 2014, con un miglioramento di 291 milioni di euro (v. Tab. 4).

Peraltro fino al 2015 il livello dell'indebitamento finanziario netto è stato significativamente inferiore a quanto previsto nel PEF.

Tab. 4 **Indebitamento finanziario netto**
€ x1000€

	Consuntivo	PEF	Δ %
2012	887.817		
2013	736.260	821.908	-10%
2014	597.018	949.161	-37%
2015	731.951	908.104	-19%
2016	1.015.336	889.577	14%
2017	1.214.484	904.888	34%

Il livello complessivo di indebitamento è aumentato nuovamente a partire dal 2016, per ragioni che nulla hanno a che fare con gli obblighi convenzionali.

Infatti quando l'indebitamento finanziario netto negli anni successivi è tornato a crescere per complessivi 617 milioni di euro, questo è stato **principalmente a causa della politica di distribuzione dei dividendi adottata dal Concessionario**. Come si evidenzia dai bilanci consuntivi, negli esercizi 2013-2017 è avvenuta la distribuzione (anche anticipata) **di dividendi per oltre 585 milioni di euro** (v tab. 5) ed è stato finanziato l'acquisto di una partecipazione (10%) nella Società aeroportuale ACA (52 milioni di euro) (p.61 RFA2016) che gestisce l'aeroporto di Nizza, in compartecipazione con Atlantia (65,1%) ed EDF (24,9%), nonché in società del medesimo Gruppo: il 20% del capitale di Pavimental S.p.A. (9,8 milioni di euro) (p.147 RFA 2014), il 27% del capitale di Spea Ingegneria Europea S.p.A. (14,3 milioni di euro)(p.147 RFA 2014), sottoscrizione del capitale di Airport Cleaning (1,5 milioni di euro) e la quota di minoranza del capitale della società consolidata ADR Advertising (0,7 milioni di euro) per un impegno di spesa complessivo di circa 79 milioni di euro (v. RFA 2016 pag. 68).

Tab. 5 **Dividendi**
€x1000

	Consuntivo	PEF	Δ %
2013	0	0	NA
2014	128.123	62.787	104%
2015	134.405	74.178	81%
2016	215.298	81.596	164%
2017	107.649	89.756	20%
TOTALI	585.475	308.317	90%

Inoltre l'assemblea del 18.4.2018 ha già deliberato la distribuzione del saldo dividendi sugli utili conseguiti nel 2017 per un ammontare di 135 milioni di euro, portando il montante dividendi complessivo a valere sugli utili generati nel quinquennio 2013-2017 a **720,5 milioni di euro (!)**

Come si evince chiaramente dalla tabella 5 il PEF presenta previsioni ampiamente più conservative anche in relazione agli importi distribuiti agli azionisti per dividendi. L'importo complessivo dei dividendi distribuiti nel periodo 2013-2017 era stimato infatti in 308 milioni di euro. **I dividendi deliberati nel primo quinquennio a consuntivo risultano superiori di 412 milioni di euro, ovvero il 134% di quanto stimato nel PEF (!)**

Peraltro va evidenziato che il montante dividendi già deliberato nel periodo 2013-2017 rappresenta l'89% degli utili maturati nel periodo, pari complessivamente a 807,5 milioni di euro, ciò ad ulteriore conferma del fatto che le risorse generate dalla gestione operativa sono andate sostanzialmente a remunerare gli azionisti e, in via residuale, a finanziare l'acquisto di partecipazioni, ma non certamente a finanziare il piano degli investimenti.

4) l'incremento delle tariffe prevede incrementi molto significativi del margine operativo lordo (EBITDA) in largo anticipo rispetto al momento in cui sono sostenute le spese per investimenti.

- a)** I flussi di cassa netti, anche a consuntivo, originanti da attività operative, risultano complessivamente superiori sia al fabbisogno per investimenti tecnici materiali e immateriali che alle previsioni del PEF. (v. tab. 1 e tab. 2 sopra)
- b)** Il rapporto tra indebitamento finanziario netto ed EBITDA, indicatore della capacità della Società di rimborsare il debito attraverso i ricavi operativi, pari a 2,9 nel 2012, l'anno prima dell'entrata in vigore della Convenzione, si riduce a 1,4 nel 2014, appena 2 anni dopo la stipula della Convenzione (e senza distribuzione di dividendi) per poi tornare a salire al 2,3 nel 2017. Per inciso, il PEF prevedeva un rapporto pari a 1,6 nel 2017 (!). Tale incremento è riconducibile unicamente alla politica della Società concessionaria di distribuire (quasi) interamente gli utili conseguiti agli azionisti sotto forma di dividendi (anche in via anticipata) e non all'andamento della gestione operativa, che evidenzia continui miglioramenti. L'EBITDA è cresciuto infatti da 397 milioni di euro del 2013 a 519 milioni di euro del 2017, +31% in 5 anni (v. Tab. 6).

Tab. 6 Bilanci ADR
€ x 1.000, %

	Ricavi gest. aeroport.	EBITDA	MOL
2013	646.568	396.716	61,4%
2014	701.666	428.771	61,1%
2015	757.980	422.791	55,8%
2016	836.341	507.591	60,7%
2017	868.299	519.278	59,8%

- c) Anche in relazione ai principali gestori aeroportuali europei, il rapporto tra EBITDA e ricavi della gestione aeroportuale (MOL), che già nel 2012 era di 49,5% (superiore rispetto a quello della maggior parte dei principali operatori simili a livello europeo (v. “ADR/Investor Meeting November / December 2013” pag. 25), grazie agli incrementi tariffari concessi si è attestato ormai stabilmente attorno al 60% (59,8% nel 2017 e 60,7% nel 2016, solo per citare gli ultimi due esercizi).

B - Rischio d'impresa

Il rischio di impresa connesso all' Atto Unico tra ENAC e ADR è sostanzialmente inesistente, in quanto alcune clausole contrattuali sono finalizzate a ridurre, sino a praticamente azzerare, tale rischio.

1) Indennizzi

La Convenzione ENAC-ADR prevede un indennizzo al concessionario, in caso di interruzione della concessione nei seguenti casi: revoca per ragioni di interesse pubblico (art. 18 Atto Unico pagg22), risoluzione (art.19 Atto Unico pagg. 23), decadenza per grave inadempimento (art..20 Atto Unico pagg. 24). Tale indennizzo, **anche nel caso di decadenza per grave inadempimento agli obblighi previsti in convenzione, è calcolato tenendo conto non solo del valore degli investimenti realizzati e non ancora recuperati, ma anche dei risultati attesi (*discounted unlevered free cash flow*) nei residui anni di concessione, quali indicati nel PEF; l'indennizzo così calcolato viene poi ridotto del 10% nel caso di decadenza per inadempimento del concessionario. Paradossalmente, l'indennizzo sarebbe massimo in caso di risoluzione per grave inadempienza contrattuale nei primi anni di esercizio, nel periodo in cui il concessionario non ha ancora realizzato il piano degli investimenti, se non in minima parte.**

2) Rischio Traffico

La Convenzione ENAC-ADR prevede (art.45 Atto Unico pagg.51) un meccanismo di mitigazione del rischio derivante dal mancato avveramento delle previsioni di traffico (all.11 Atto unico). Il relativo rischio, in capo ad ADR, è limitato al 5%; infatti, in caso di volumi di traffico inferiori del 5% rispetto alle previsioni del PEF (che a consuntivo risultano già estremamente conservative, a giudicare dai risultati dei primi 5 esercizi), scatta un incremento tariffario sufficiente al riequilibrio dei conti, mentre in caso di livelli di traffico superiori del 5% rispetto alle previsioni, il maggior margine conseguito verrà almeno in parte acquisito da ADR

3) Remunerazione del capitale

Con riferimento al tasso di remunerazione del capitale investito dalla soc. ADR SpA, si riporta di seguito il valore del WACC, predeterminato con la metodologia di calcolo WACC/CAPM nell'all. 23 della Convenzione.

Dal 2013 al 2016 la remunerazione del capitale è stata del 11,9 lordo corrispondente a circa l'8 % netto. Solo nel 2017 il WACC per il successivo sottoperiodo di 5 anni è stato ridotto all'8,0% lordo, corrispondente a circa il 5% netto.

Questa remunerazione appare molto conveniente, se si considera che dal 2000 ad oggi il rendimento dei titoli di stato italiano non ha mai superato 4,79% e che l'attività è, in quanto a quanto sopra descritto, sostanzialmente priva di rischio.

A conferma di ciò, si evidenzia come i bond ADR beneficino attualmente di una valutazione S&P migliore (BBB+) di quella dei bond emessi dallo Stato italiano (BBB)

CONCLUSIONI

Alla luce di quanto rappresentato ai punti A) e B) è quindi evidente che il concessionario ADR non ha avrebbe avuto necessità di ricorrere a capitali di mercato per far fronte alle obbligazioni convenzionalmente assunte e che ha assunto rischi d'impresa sostanzialmente nulli.

La previsione del comma 34-bis dell'art. 17 della legge 102/2009 era chiaramente ispirata a una sorta di *emergenza infrastrutture* e alla conseguente esigenza di incentivare l'investimento di capitali privati, nel momento in cui lo Stato non era in grado di farvi fronte. Di qui la possibilità di derogare alla vigente normativa in materia, a patto che il concessionario si fosse fatto carico degli investimenti necessari alla realizzazione delle nuove opere infrastrutturali e all'efficientamento della gestione operativa, **utilizzando capitali di mercato ed assumendo il connesso rischio d'impresa**

Alla luce di quanto sin qui esposto, parrebbe opportuno che un ente istituzionale, effettivamente terzo, verifichi se i requisiti di cui all'art.17 della legge 102/2009 siano stati soddisfatti, al fine di dichiarare l'eventuale nullità della Contratto di Programma e/o l'inadempienza contrattuale del Concessionario.

(1) *D.L. n. 78/2009, convertito con modificazioni dalla L. N. 102/2009. Art 34-bis.*

“Al fine di incentivare l'adeguamento delle infrastrutture di sistemi aeroportuali di rilevanza nazionale con traffico superiore a 10 milioni di passeggeri annui, nel caso in cui gli investimenti si fondino sull'utilizzo di capitali di mercato del gestore, l'Ente nazionale per l'aviazione civile (ENAC) e' autorizzato a stipulare contratti di programma in deroga alla normativa vigente in materia, introducendo sistemi di tariffazione pluriennale che, tenendo conto dei livelli e degli standard europei, siano orientati ai costi delle infrastrutture e dei servizi, a obiettivi di efficienza e a criteri di adeguata remunerazione degli investimenti e dei capitali, con modalita' di aggiornamento valide per l'intera durata del rapporto. In tali casi il contratto e' approvato con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri, su proposta del Ministro delle infrastrutture e dei trasporti, e puo' graduare le modifiche tariffarie, prorogando il rapporto in essere, per gli anni necessari ad un riequilibrio del piano economico-finanziario della societa' di gestione.

(2) *La normativa vigente prima dell'entrata in vigore della legge 102/2009 affidava al CIPE la regolazione tariffaria dei servizi aeroportuali offerti in regime di esclusiva, come da delibera n.38 del 15 giugno 2007 dello stesso CIPE*