



XV LEGISLATURA

COMMISSIONE SPECIALE PER L'ANALISI DELLA PROSECUZIONE O DELL'INTERRUZIONE DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA DI CVA SPA

VERBALE SOMMARIO DELLA RIUNIONE N. 2 DELL'08/01/2019

NOGARA Alessandro	(Presidente)	(Presente)
FARCOZ Joël	(Vicepresidente)	(Presente)
LUBOZ Roberto	(Segretario)	(Presente)
GERANDIN Elso		(Presente)
MARQUIS Pierluigi		(Presente)
MINELLI Chiara		(Presente)
MORELLI Patrizia		(Presente)
MOSSA Luciano		(Presente)
RESTANO Claudio		(Presente)

Partecipano i Consiglieri LUCIANAZ, VESAN, ROLLANDIN, NASSO, PULZ, DAUDRY e SPELGATTI.

Assiste alla riunione Sonia GRIECO, Dirigente della Struttura Affari legislativi, studi e documentazione. Funge da Segretario Giuseppe POLLANO.

La riunione è aperta alle ore 14:40, ad Aosta, nella Sala Commissioni della Presidenza del Consiglio regionale, per l'esame del seguente ordine del giorno:

- 1) Comunicazioni del Presidente.
- 2) Audizioni finalizzate all'analisi della prosecuzione o dell'interruzione del processo di quotazione in borsa di CVA S.p.A.:

Ore 14.30: Presidente e Amministratore delegato di CVA S.p.A..

* * *

Il Presidente NOGARA, constatata la validità della riunione, dichiara aperta la seduta per la trattazione degli oggetti iscritti all'ordine del giorno, come da lettera prot. n. 8015 in data 27/12/2018.



COMUNICAZIONI DEL PRESIDENTE

Il Presidente NOGARA, dopo aver svolto alcune considerazioni sulla documentazione trasmessa da CVA, afferma che con oggi inizia il percorso di audizioni indicato dalla Commissione.

* * *

Alle ore 14.40 inizia la registrazione degli interventi.

* * *

La Consigliera MINELLI è dell'avviso che ogni Commissario abbia il diritto/dovere di formulare non solo delle proposte sulla tipologia degli esperti da audire ma anche in termini di nominativi.

Premesso che la riservatezza non deve confliggere con la trasparenza - ritiene che i contenuti degli incontri che la Commissione avrà con gli esperti che verranno indicati debbano essere resi pubblici.

Segue un dibattito nel corso del quale il Presidente NOGARA ed i Consiglieri MOSSA, RESTANO, MORELLI, MARQUIS, SPELGATTI e MINELLI danno conto delle rispettive posizioni in relazione alla pubblicità dei lavori della Commissione.

* * *

Alle ore 15.00 prendono parte alla riunione gli Ing. CANTAMESSA e DE GIROLAMO, rispettivamente, Presidente e Amministratore delegato di CVA S.p.A..

* * *

AUDIZIONI FINALIZZATE ALL'ANALISI DELLA PROSECUZIONE O DELL'INTERRUZIONE DEL PROCESSO DI QUOTAZIONE IN BORSA DI CVA S.P.A.:

Presidente e Amministratore delegato di CVA S.p.A.

NOGARA

Buongiorno a tutti. Buongiorno dottor Cantamessa e buongiorno dottor De Girolamo. Innanzitutto volevo darvi il benvenuto e ringraziarvi per il materiale che ci avete fornito. Devo dire che è un materiale molto chiaro ed esplicativo che ci serve per portare avanti quanto si deve portare avanti in questa Commissione. Io vorrei essere il più breve possibile perché vorrei dare spazio alla discussione e però, prima di iniziare, vorrei leggere una parte della risoluzione che è passata in Consiglio regionale, solo una parte, tanto perché sia chiaro qual è la mission di questa Commissione. Allora: al comma dell'articolo 22 del disegno di legge numero 14, a supporto dell'adozione e delle determinazioni in merito ai seguenti



scenari qui si chiede che gli scenari che vengono studiati da questa Commissione, siano una società interamente pubblica, una società quotata in borsa o altre forme societarie e di stabilire al termine del proprio operato, nel corso del quale essa potrà acquisire atti e procedure di audizione, la Commissione speciale rimetterà al Consiglio una relazione conclusiva in cui saranno evidenziati gli esiti dell'analisi, evidenziando per ogni scenario punti di forza e punti di criticità. Del materiale che ci avete fornito ... Io già all'inizio di questa riunione ho fatto presente ai Commissari che è abbastanza imperniato, il materiale che ci avete portato, sulla quotazione in Borsa, ma non è che è imperniato sulla quotazione in Borsa perché a tutti i costi si vuole la quotazione in Borsa. Questo è da chiarire immediatamente. È imperniato sulla quotazione in Borsa perché la mission che era stata data alla CVA era quella di quotarsi in Borsa, anche con una legge regionale. Perciò la CVA ha lavorato in quella direzione, però ho visto in questa documentazione che ci possono essere altri scenari che vengono scritti e che vengono riportati su questa documentazione. In più vi volevo dire che questa riunione, questa audizione è interamente registrata e prima vi abbiamo ... e mi scuso per avervi fatto aspettare un momento, ma vi abbiamo fatto aspettare perché c'è stata una discussione sul fatto di rendere pubblico o meno quanto si dice in questa Commissione. Questa non è una Commissione come era stata l'altra che avevamo fatto per CVA. Questa è una Commissione speciale. Perciò io vi chiedo, alla fine di questa Commissione, perché noi non abbiamo nessuna esigenza di nascondere assolutamente niente, quello che possiamo o non possiamo rilasciare all'opinione pubblica o ai quotidiani o ai social che ci vengono sempre a chiedere qualsiasi cosa, quali sono le parti che sarebbe meglio togliere e le parti che sarebbe meglio da lasciare, perché non si metta in difficoltà l'azienda per dei dati sensibili che ci ha voluto dare. Questa è la premessa che volevo fare. Io adesso vi lascerei subito la parola soprattutto per illustrarci la documentazione che ci avete inviato, perché, se da una parte è semplice, in altri parti non è così semplice da tradurre. Vi ringrazio. Prego.

CANTAMESSA

Ringrazio innanzitutto per averci invitato a parlare di questo tema così importante, che ha meritato l'istituzione di questa Commissione speciale e che fa seguito sicuramente all'audizione di agosto e poi anche quella successiva del professor Florenzano, che è venuto subito prima di Natale, fondamentalmente ad esplorare ulteriormente questo. Io risponderei subito alla domanda di che cosa rendere pubblico e cosa non rendere pubblico, così almeno ci chiariamo. Direi di non rendere pubblici i numeri, questo assolutamente, perché i numeri sono qualche cosa di assolutamente sensibile. Non rendere pubblici, vi chiederei, gli aspetti legati allo svantaggio competitivo che oggi CVA ha perché, se questo esce, poi diventa veramente un qualche cosa che ci mette nei guai. Florenzano, per esempio, ha detto: "CVA deve mettere sul sito web tutti i suoi contratti verso i fornitori" e questo è molto complicato quando si va a lavorare con i fornitori. È un dato di fatto, è vero, ed è chiaro che però andiamo a dirlo in piazza a tutti quanti, anche a chi non gli è ancora venuto in mente dice: "Già, è vero". Quindi tutto sommato direi la parte di svantaggio competitivo, che pure c'è, ci mancherebbe, tenderei magari a ..., idem per il discorso dei vincoli che noi abbiamo nel



partecipare a gare per acquisire nuovi impianti eolici e così via; cioè, se si sa in giro che noi di fatto non riusciamo, per motivi di tempo anche, ad offrire delle offerte del genere, tutti gli advisor che vengono a proporci degli affari potrebbero iniziare a dire: “Cosa vado a perdere il tempo ad andare a Châtillon che tanto questi di fatto non riescono a fare nulla”. Quindi tempererei un pochettino questo tema, soprattutto quando si va a parlare dei dettagli. Quindi un conto è dire che noi abbiamo un problema del famoso freno a mano tirato, in generale sì, ma andare proprio ad illustrare i singoli elementi magari starei un po' più attento, solo questo. Non so, Enrico, se sei d'accordo.

DE GIROLAMO

D'accordo.

CANTAMESSA

Perfetto. Bene, allora, da questo punto di vista, direi il materiale è tanto. È chiaro che non possiamo esaminarlo tutto nel dettaglio perché se no faremo notte e quindi ci alterneremo ad esporvi, diciamo, le cose principali e poi, ovviamente, lasciamo alle vostre domande eventuali approfondimenti. Quindi essenzialmente parleremo un po' della collocazione di CVA nel settore nel quale opera, parleremo del processo di quotazione com'era iniziato, cosa è stato fatto e che cosa sarebbe da fare. Parleremo dei motivi per cui questa è una possibile terapia ai problemi che sono emersi e parleremo anche, come veniva detto adesso dal Presidente Nogara, delle alternative, delle soluzioni alternative che ci potrebbero essere e delle difficoltà che queste potrebbero in qualche modo venir fuori. Premetto dicendo che noi, in ottemperanza alla legge 20, versione precedente alla modifica, avevamo – e questa è la nostra, se vogliamo, rotta che abbiamo tracciato sulla mappa – immaginato un percorso di crescita per CVA, che è molto importante dal punto di vista aziendale e molto importante anche dal punto di vista della Regione Valle d'Aosta. Quindi un percorso di crescita basato sulla crescita nella produzione con una diversificazione rispetto alle geografie e alle tecnologie. Quindi crescere nell'eolico fuori dalla Valle anche in altri paesi. Il motivo per cui stiamo immaginando di guardare fuori dall'Italia è anche per ridurre il rischio di esposizione al rischio paese, che è un problema abbastanza sentito dagli analisti, tipo Moody's e Fitch, però c'è anche un tema di investimenti importanti, che si intendono fare in Valle. (*Omissis*) Una crescita nella vendita andando soprattutto a guardare anche la marginalità, quindi non solamente al fatturato, ma anche i margini che si riescono a fare, l'ingresso in mercati complementari, quindi stiamo parlando soprattutto della modalità Esco, Energy Service Company, per facilitare la decarbonizzazione in primis della Valle d'Aosta e poi, se impareremo a farlo bene, anche al di fuori e questo vuol dire edifici da ripristinare dal punto di vista energetico, vuol dire anche mobilità elettrica e cose di questo tipo. Infine una strategia di open innovation per diventare capaci non solamente di adottare tecnologie avanzate, ma anche di attirare vicino a noi in Valle eventuali produttori di dispositivi ed apparati che in qualche modo possano vedere in noi non solo un partner, ma anche un primo mercato. Allora, è chiaro che tutto questo però presuppone la possibilità di potersi muovere come un'azienda che opera liberamente sul mercato. Florenzano, mi



ricordo, ha detto con grande chiarezza che o si è un ente o si è un'azienda. Allora, questo piano industriale noi l'abbiamo immaginato potendo essere ovviamente un'azienda che si muove con libertà e senza tutti questi lacci e laccioli. Siamo però, purtroppo, l'unico player nazionale in realtà a non avere questo cappello in testa, perché siamo in realtà soggetti, con le normative di cui parleremo dopo, a tutta una serie di freni e di laccioli e questo ci ha obbligati a produrre anche un piano industriale in versione più soft, che è il piano industriale, che si rende conto che molte cose non si potrebbero fare nella situazione attuale, il che vuol dire che non solamente una crescita aziendale se è veramente limitata, ma vuole anche dire non poter fare tante cose che potrebbero avere un impatto importante anche sul territorio valdostano. Questo solo per darvi un po' l'inquadramento. Il nostro punto di vista è quello del piano industriale. Quindi questo è il motivo per cui, sulla scorta del piano industriale, vi porteremo un po' a ragionare sui vari punti. Lascerei la parola ad Enrico.

DE GIROLAMO

Buongiorno Presidente, buongiorno a tutti e ringrazio anch'io per l'occasione di approfondire ulteriormente questo tema, che ritengo molto importante non solo per la nostra azienda, ma per tutta la Regione. Ribadisco quanto aveva già accennato nell'ultima audizione, che noi ci poniamo con la diligenza dei buoni amministratori, persone che hanno voluto studiare il tema. Io e il Presidente, tra l'altro, siamo due ingegneri e non siamo degli innamorati della finanza a tutti i costi, ma abbiamo studiato le varie opzioni e quella della quotazione in Borsa è uno strumento, quindi, lo valutiamo come uno strumento, che ha delle opportunità e siamo qui per sviscerare quali siano queste opportunità e poi metterle a confronto anche con altre opzioni che ci sono sul tavolo. Il tutto con l'ottica di aumentare il valore della nostra azienda. Quindi aumentare il valore dell'azienda non significa ottenere margini a breve, del tipo mordi e fuggi, ma significa aumentare il valore nel tempo per consolidare quanto è già stato fatto ed essere pronti alle sfide del mercato che sono sempre più importanti e più ricche di competitor e quindi questo è il nostro obiettivo.

Per entrare più nel concreto, abbiamo messo una slide che riassume in maniera sintetica il motivo per cui avevamo parlato di Ferrari con il freno a mano tirato. Sostanzialmente, come vi avevamo raccontato la volta scorsa, dopo un periodo di esclusione dall'applicazione della legge Madia, cioè il Testo Unico sulle partecipate, dal 23 di marzo del 2018 siamo rientrati in questa normativa e questa normativa siamo gli unici, come vedremo anche da alcuni confronti che abbiamo sottolineato, fra i maggiori player del settore a doverla applicare, ci impone, ad esempio, nel mondo delle acquisizioni, che è lo strumento principale che aziende come la nostra utilizzano per crescere nella produzione da fonti rinnovabili, di dover portare la decisione all'azionista, in questo caso alla Regione, con un'analisi di dettaglio finanziario, economico ed industriale non banale, che giocoforza comporta delle tempistiche e dell'investimento anche in consulenze di un certo tipo. Tenete conto che queste acquisizioni vengono fatte su bandi difficilmente o poche volte riusciamo ad andare in esclusiva e sicuramente quasi mai in prima battuta. Quindi significa che ci troviamo a contendere una possibile acquisizione con altri player importanti e a dover fare delle offerte, dapprima non vincolanti e poi vincolanti, in cui ci si impegna già con dei



numeri. Per fare questo, aziende come la nostra si dotano di consulenti, anche costosi, ma diciamo di primario standing, che fanno delle due diligence approfondite dell'asset che si va ad acquisire. Nel caso di applicazione della Madia, questo lavoro dovrebbe essere fatto anche dall'azionista e questi bandi, quando escono queste occasioni, di solito le tempistiche sono 15 giorni, 20 giorni, un mese e vi assicuro che per fare queste due diligence sono tempi a volte quasi non raggiungibili dalle aziende private. Questo cosa comporta? Semplicemente che molte occasioni vengono perse e la crescita, che uno può mettere nel piano industriale, non viene raggiunta. L'altro punto importante di freno che volevamo mettere a fuoco in questa occasione, è quello di poter ampliare lo spettro delle attività della nostra azienda perché questo mercato, che è un mercato elettrico, come vi dicevo, non è un mercato statico, ma è un mercato altamente dinamico e la contesa dei clienti viene fatta con strumenti alternativi alla semplice commodity, cioè alla semplice vendita dell'elettrone. Quindi tutta una serie di servizi alternativi, quale l'efficienza energetica, modalità Energy Service Company, la modalità elettrica e l'utilizzo anche di tecnologie innovative. Purtroppo anche in questo caso il Testo Unico sulle partecipate pone dei vincoli perché il Testo Unico delle partecipate ha posto una delimitazione fra quelle che sono le attività di scopo istituzionale per le aziende partecipate e quelle tipiche, invece, delle aziende private. Questo per garantire una parità nel mercato dal punto di vista degli operatori privati, che non si vedano in concorrenza l'Ente pubblico. Alcune attività sono tipicamente da mercato libero e aziende partecipate non possono svolgere, a meno che non si dotino di strumenti, tipo la quotazione in Borsa, che le rendono equiparabili ad un'azienda privata. Ultimo, ma non ultimo, sono le questioni legate alla trasparenza che, come vista lato antitrust e anticorruzione, lato Cantone, è un rendere pubblico tutti i dati sensibili dell'azienda partecipata perché, non operando sul libero mercato, è un diritto/dovere, a seconda da dove lo si veda, di mettere a disposizione del cittadino alcuni elementi. Dal punto di vista dell'azienda privata, che va in concorrenza, può essere molto pericoloso, perché come dicevamo prima, facendo degli esempi banali, ma se io ottengo degli sconti particolari da un fornitore e lo metto in piazza, c'è il rischio che poi questo fornitore non me li faccia più perché è costretto poi ad allargare questo trattamento riservato a noi ed anche ad altri, per dirne una. Quindi questo è un altro ostacolo che in un mercato di questo tipo ci pone dei problemi. Questo per riassumere le difficoltà che ci troviamo ad affrontare adesso e che ci hanno portato a fare un doppio piano industriale, uno di sviluppo e uno più contenitivo. Poi abbiamo portato due brevi slide per darvi l'idea dei maggiori player, 10/12 player che contendono il mercato elettrico e farvi vedere la loro valorizzazione per quelli quotati in Borsa e la crescita media negli ultimi anni dell'Ebitda, il Margine Operativo Lordo di queste aziende. Abbiamo fatto tre tipologie, una le non quotate, due di aziende quotate e le renewable, cosiddette, che sono quelle ...

NOGARA

Mi scusi se la interrompo un attimo, se ci dice le pagine a cui si riferisce così ...



DE GIROLAMO

Allora, sono la pagina 4, è quella che parla della valorizzazione del flottante, cioè della parte di azioni quotate in Borsa, delle principali competitor. Si vede che, partendo da A2A, sono 5 miliardi e 100 milioni, fino ad arrivare ad Erg 2 miliardi e 500 milioni e poi ci sono Ascopiave e Falck Renewables, che sono un po' più basse, 700 milioni. Sono tutte aziende quotate, nostri competitor. Nella slide 5, invece, abbiamo voluto evidenziare la crescita dal 2012 al 2017 con media ponderata, il cosiddetto Cagr dell'Ebitda, cioè del Margine Operativo Lordo. Trovate a sinistra il renewable, cioè quelle più simili a noi, che sono Erg e Falck. Vedete che hanno una crescita del 9,1%. Le multi utility quotate classiche, che sono A2A, Acea, Hera, Iren e Ascopiave, hanno una crescita del 5 e mezzo per cento, le non quotate hanno una crescita dello 0 e 3%. Questi sono dati pubblici e non è che sono dati riservati. Nella slide 6 abbiamo voluto fare un confronto dei principali competitor con CVA dove vedete le crocette rosse sono i settori non presidiati e i flag verdi sono quelli presidiati. Se ci fate caso noi siamo gli unici, cioè siamo quelli più simili ai due renewables, cioè Erg e Falck, che sono quelli che crescevano di più. In realtà, parlavamo prima con il Presidente, l'analisi industriale della CVA è molto interessante perché fra tutti questi gruppi è molto particolare, perché è molto simile ai due privati, cioè renewable, cioè è molto focalizzata con l'attività non tanto da utilities ma da produttore da fonti rinnovabili, con però un allargamento di tipo verticale verso i clienti con la distribuzione e la vendita e quindi ha contatto anche con i clienti finali, cosa che, ad esempio, Erg non ha. Quindi riteniamo una particolarità che consentirebbe di avere delle potenzialità molto interessanti sul mercato. Slide 7. Sono sempre gli stessi competitor messi a confronto con dei numeri principali. Intanto c'è la colonna che dice chi sono quotate e chi no. Le uniche non quotate sono le due altoatesine e Trentino Alto Adige, che però, non applicano il Testo Unico sulle partecipate perché hanno emesso il bond quotato prima del 2016, che era stato un vincolo retroattivo quando è uscita la Madia, e il risultato è lo stesso. E poi noi ci siamo di non quotate. Poi ci sono i fatturati e, come vedete chiaramente, Enel è incomparabile perché è molto più grande e c'è sembrato interessante mettere a confronto oltre all'Ebitda, gli investimenti previsti nei piani industriali facendo un rapporto tra investimenti previsti ed Ebitda e mettendoli a confronto con quelli dei nostri due piani industriali, che avevamo mandato a Finaosta in ottemperanza alla legge 20. Adesso non c'è più questo obbligo, però era per farvi capire che anche il piano di sviluppo, che avevamo previsto, che prevede investimenti (*Omissis*) è più basso della media degli investimenti previsti dai competitor principali. Quindi per dire che ci troviamo ad avere dei competitor molto aggressivi. Noi abbiamo mantenuto sempre un DNA tipico che è sempre stato di CVA di azienda prudente, attenta alle novità, spingendo ulteriormente il piano senza voler speculare, ma chiaramente, se noi ci fermiamo al piano quello in ottemperanza alla normativa attuale, abbiamo lo 0 e 23, che quindi è il minimo indispensabile per sopravvivere, ma il rischio è di perdere ulteriormente valore rispetto ai competitor. La pagina successiva, che avevamo messo nel piano industriale di due anni fa, è molto rappresentativa perché fa vedere com'è cambiato il panorama del mercato elettrico dal 2002 al 2017. Nel 2002 c'erano oltre 40 operatori e un progressivo movimento di



aggregazione ha portato attualmente a 15 operatori sul mercato con solo 5 prevalenti e sono i principali, i nostri vicini di casa Iren, A2A, Hera, poi ci sono le altoatesine, ci siamo noi e c'è Ascopiave a Agsm di Verona. Questo movimento di aggregazione sta proseguendo, infatti nelle news abbiamo fatto vedere le ultime operazioni o quelle in corso nel 2019. Per cui sia Alperia dall'Alto Adige e sia A2A continuano a premere per acquisizioni. Quindi questo è il famoso tema. Noi siamo i più grandi fra le piccole e i più piccoli fra le grandi, vogliamo essere prede o predatori? Il discorso è se ci rafforziamo rischiamo almeno di non essere prede.

CANTAMESSA

Chiedo scusa, aggiungo solo un piccolo elemento. O essere una preda un po' più grossa e valorizzata, però il tema è questo. Noi sappiamo che CVA è sempre stata guardata dalle diverse utilities (*Omissis*). Qui il tema fondamentale è oggettivamente essere robusti e competitivi per potere essere dalla parte di quelli forti e non di essere quelli che, siccome non riescono a crescere e ad andare avanti, arriva qualcuno, fa un'offerta e via. Non è oggi il problema, il problema ovviamente è da vedersi in prospettiva. Oggi stiamo bene, ci mancherebbe, ma è chiaro che le economie di scala esistono e, se questo processo di aggregazione prosegue, man mano che si va avanti il differenziale di solidità e di valore non potrà che acuirsi. Scusami, Enrico.

DE GIROLAMO

No, è sicuramente importante. Sui numeri poi ci torniamo più avanti per legarli anche alla valorizzazione. Abbiamo preparato la slide 9 per ripercorrere un po' tutti i passi che sono stati svolti dall'esordio fino ad oggi per la quotazione in Borsa. Ve li riassumo brevemente e qui ci sono i dettagli di tutti gli step. Una prima analisi di che cosa significava quotarsi in Borsa era partita nel 2014, ma il processo di quotazione, quello che in qualche modo c'è stato poi richiesto anche con la legge regionale ad inizio del 2017, parte dalla legge Madia, che vi ricordo è entrata in vigore al 22 di settembre del 2016 e prevedeva, per le aziende che non avevano attività di tipo istituzionale, l'obbligo di vendita delle partecipate chiaramente pubbliche o, in alternativa, la quotazione entro un anno dalla data di entrata in vigore. Un anno per quotarsi in Borsa è un tempo quasi improponibile, tanto per darci un'idea. Quindi con la massima celerità possibile è stato deliberato dall'assemblea dei soci di poter partire con un processo di quotazione, questo a novembre del 2016. Successivamente, è stata approvata la legge regionale. Contemporaneamente il nostro azionista, che è diretto, che è Finaosta, che era quella che doveva mettere in vendita le quote, ci ha dato un mandato per potere gestire l'affidamento dei consulenti per gestire la quotazione in Borsa. Vi ricordiamo che, essendo un mandato probabilmente da Finaosta, che opera nel mercato pubblico, abbiamo dovuto fare una gara secondo il decreto legislativo 50, cioè il Testo Unico sugli appalti, articolo 17, cioè operatività finanziaria e quindi semplificato, ma che comportava poi per garantirci da eventuali ricorsi uno standstill di 30 giorni alla fine della valutazione. Quindi questo ha preso tempo, più o meno a fine marzo. Dopodiché siamo partiti anche con i vari bandi e la verifica dei vari consulenti ed è partito



il processo di quotazione. Nell'estate del 2017 c'è stata la modifica della Madia con il decreto legislativo 100/2017, che ha recepito all'interno la possibilità di esentare dall'obbligo di vendita alcune tipologie di partecipate, tra cui i produttori da fonti rinnovabili. Questo ha comportato un rallentamento perché l'azionista ha deciso di prendersi più tempo per verificare l'opportunità o meno di andarsi a quotare. Quindi c'è stata una doppia risoluzione, che sostanzialmente ci chiedeva di non fare più affidamenti onerosi per quanto riguardava il processo di quotazione e quindi portare avanti inerzialmente le attività che già erano state date come incarico. Successivamente a questo, noi abbiamo prodotto il piano industriale, legato alla quotazione in Borsa, il primo piano e non questi ultimi che vi ho citato adesso. Abbiamo verificato, per capitalizzare il lavoro fatto dai consulenti, l'ipotesi di fare un sistema di quotazione cosiddetto a tripartito, cioè separare la domanda di ammissibilità dalla domanda di ammissione, consentendo di fare prima una verifica più di compliance alla quotazione da parte di Borsa e Consob e prendere successivamente un anno di tempo per fare proprio la parte di quotazione vera e propria e di entrare direttamente sui mercati e verso gli analisti. Questa cosa qui ci ha portato a dicembre e poi a febbraio del 2018, quando abbiamo presentato in Borsa e in Consob la domanda di ammissibilità e poi dalle interlocuzioni con Borsa e Consob è emersa la necessità, poiché si andava, questo è un tecnicismo, ma diciamo sul primo quarter del 2018 e quando uno si quota l'anzianità dei dati contabili e finanziari che si porta in Borsa non deve essere superiore ad un certo numero di giorni, era necessario fare il bilancio trimestrale del 2018 auditato e questo comportava una spesa ulteriore sui consulenti che non avevano questo incarico. Quindi abbiamo ritirato la domanda e ci siamo fermati. Questo non comporta problematiche perché, dal punto di vista dell'immagine verso la Borsa e verso gli investitori, il problematico diventa affermarsi dopo l'ammissione, cioè quando uno ha già fatto il cosiddetto roadshow e si è esposto verso gli investitori. Questo non è avvenuto e quindi, da questo punto di vista, non ci sono problemi. Però da quel momento in poi le attività legate alla quotazione si sono fermate e si parla di febbraio/marzo del 2018 e poi, a marzo del 2018, è finita anche l'esenzione dalla Madia e quindi siamo rientrati nella Madia. Ultima slide prima di lasciare la parola al Presidente, la 10, in cui abbiamo ripercorso i costi della quotazione. (*Omissis*) Quindi verrebbe detratto da quello che si andrebbe a quotare per cui non è una spesa che attualmente è stata fatta. In aggiunta a questo, invece, ci sono tutti i consulenti necessari per preparare il prospetto informativo, il memorandum del controllo di gestione e tutta la miriade di attività legali, finanziarie ed operative necessarie per essere ... (*Omissis*). Se ripartissimo dalle interlocuzioni che abbiamo avuto con i global coordinator, ci manterrebbero lo stesso Fee, che tra l'altro era stato ottenuto con un valore molto più basso della media, c'è una slide successiva. Sulle altre attività, molte di queste comportano oramai la necessità di riprendere, non ex novo, ma buona parte delle attività e quindi è possibile che una cifra fino a quella già spesa possa essere necessario spendere nuovamente. Questo perché? Perché tutte i memorandum con le verifiche di due diligence legale, di attività di tipo finanziario e di controlli di gestione vanno riaggiornate, anche perché i dati finanziari che si mettono a disposizione sono fino a tre anni precedenti e quindi tutta l'ultima parte è rimasta ferma. Lascerei la parola al Presidente.



CANTAMESSA

Le slide successive, sto parlando della 11 e 12, le abbiamo volute intitolare in modo un po' provocatorio, anche falsi miti sulla quotazione in Borsa, ma più che altro per essere molto aperti e palesi su questi temi che ogni tanto vengono fuori nel dialogo anche con la popolazione immagino e sono un po' i temi che vengono fuori e che fanno anche un po' paura. Allora, il primo di questi è il rischio che la Regione possa perdere il controllo sulle acque e io penso che la migliore risposta l'abbia data il professor Florenzano nella sua audizione, quando ha detto: "No, non è così, le acque sono della Regione", punto. Quindi un conto è la concessione e un conto sono le acque, la proprietà. Il punto successivo è un pochettino più da dibattere perché capisco molto meglio ed è questa paura che un'azienda quotata persegua una logica di profitto di quella aggressiva e quindi possa andare a discapito di quello che è il benessere del territorio sul quale va ad insistere e questo oggettivamente è un rischio, ci mancherebbe, ma vorrei anche dire che non è che non sia un rischio avere una società al cento per cento pubblica, gestita come è adesso. Anche adesso noi potremmo, in realtà, in un'ottica di massimo profitto, trascurare alcuni doveri di buona corporate citizenhip, come dicono gli inglesi. Quindi in realtà non è un rischio che c'è da una parte e non ci sia dall'altra, anzi, devo dire che un'azienda quotata, essendo messa in piazza tutti i giorni sul giornale e direi anche ogni mezz'ora e ogni cinque minuti su Bloomberg, tutto sommato ha da, alcuni punti di vista, maggiore attenzione ad essere un bravo cittadino del proprio paese e del territorio, che non un'azienda che tutto sommato può vivere sotto un'osservazione che è diversa, che è quella della politica, che è quella dell'ANAC e che in qualche modo, se qualcuno vuole comportarsi male, lo si può sempre fare. E devo dire che questo vale soprattutto per un'azienda che si occupa di infrastrutture importanti, come quelle energetiche, come appunto la CVA. Noi stiamo parlando di aziende che fanno investimenti di lungo termine, dove il lungo termine vuol dire che contabilmente si guardano i vent'anni, ma poi nei fatti sappiamo che le opere durano anche cent'anni. Sono soggette a diecimila miliardi di controlli e sapete benissimo tutti i controlli che adesso si stanno facendo anche sulle dighe, a seguito anche delle tragedie che ci sono state poi non sulle dighe, per fortuna, ma in altri ambiti in agosto. Quindi è evidente che un'azienda che sia quotata o non quotata non cambia un granché. D'altra parte, non mi sembra di vedere in IREN e in A2A atteggiamenti predatori nei confronti dei loro territori, anzi c'è un'attenzione tutto sommato... Come?

Se ne può parlare, però posso dire non è che sia perché siano quotate che possano o non possano avvenire queste cose, soprattutto quando poi uno va a parlare anche di un'attività che è di produzione e di energia. Poi c'è tutto il tema anche molto importante dell'evoluzione verso nuovi modelli energetici e quindi il discorso che facevo prima della de carbonizzazione e così via, che portano naturalmente ad un maggior dialogo con il territorio. Quindi, in sintesi, non è che la quotazione ti porti a diventare Dracula quando prima eri un agnellino. È tutto un discorso di regole di governace e di persone. La quotazione in Borsa ha il vantaggio che, portando ad una trasparenza pubblica, dove proprio è pubblico, nel senso che tutte le informazioni sono pubbliche, quelle che vanno date, questo può



rasserenare. Garanzie non ce ne saranno mai, questo è evidente, però devo anche dire che c'è un altro aspetto. In un'azienda come una CVA quotata non si è mai parlato di privatizzazioni, perché questo sarebbe anche un po' un assurdo. Si è sempre parlato di una collocazione di una minoranza delle quote. Quindi la maggioranza rimarrebbe alla Regione Valle d'Aosta. Gli azionisti di minoranza sarebbero tutelati da degli amministratori indipendenti, altri occhi che guardano e soprattutto gli investitori, che investono in un'azienda di questo tipo, non sono quelli speculativi da mordi e fuggi, tipicamente sono dei fondi che sono interessati a raccogliere un dividendo e soprattutto dei dividendi stabili anno dopo anno. Allora è evidente che, per assicurare la possibilità di dare dividendi stabili anno dopo anno, bisogna comportarsi bene, perché, se uno fa il furbo una volta, poi te ne accorgi subito dopo. Quindi non c'è una garanzia assoluta, questo è evidente, ma non è che automaticamente un'azienda quotata, nel settore dove siamo noi, diventi uno speculatore. Altro punto, siamo sulla slide 12, il discorso della trasparenza. Iosu questo insisto sempre, cioè la trasparenza che una società pubblica deve dare è la trasparenza dannosa, nel senso che è la trasparenza sul singolo contratto che va poi a discapito della competitività, ma poi tutto il resto è un'infinità di procedure, di lacci e di laccioli con l'ANAC che vigila in modo anche un po' particolare. Non è in realtà la trasparenza che viene esercitata nei confronti della Borsa e di Consob con l'ausilio dei Consiglieri indipendenti, che ti consente di essere veramente sulla breccia ogni cinque minuti e lo si vede quando qualche amministratore di società quotate fa delle cose sbagliate, le sanzioni arrivano. Questo è un qualche cosa di abbastanza visibile. Ultimo punto ovviamente il rischio di cedere da parte della Regione CVA svendendola e svendere dipende ovviamente dal prezzo, però uno può sempre aspettare a vendere che i corsi azionari abbiano un prezzo che viene ritenuto equo e ovviamente la Regione non sarebbe più proprietaria al cento per cento. Questo è evidente nel senso che bisogna per forza quotare almeno il 25 o il 30%. Diciamo che il limite è il 25. Allora, da quel punto di vista, è una scelta tra avere il cento per cento di un oggetto, che ha una certa dimensione e avere il 70/75% di un oggetto che però va a crescere. Insomma, è il solito giochino se è meglio avere la fetta di una torta grande oppure se sia meglio avere una torta magari più piccola tutta per sé. E questa è una scelta che attiene all'azionista, questo è assolutamente evidente. Nelle slide successive vi farò anche un po' vedere come la crescita aziendale, che abbiamo inteso, sia tale più che compensare in realtà nel giro di pochi anni questa, tra virgolette, perdita, senza contare il fatto che, comunque, i soldi, che verrebbero incamerati da un'offerta sui mercati, sarebbero, comunque, soldi che entrano subito in cassa della Regione. Quindi questo può avere una valenza anche per la Regione stessa, per fare investimento o per fare quello che si desidera. Vado sulla slide 13. C'è un lungo elenco nel quale non voglio andare a tediarvi, che sono un po' i motivi per cui noi vediamo bene questa opportunità di quotazione e ci sono dei motivi chiamiamoli difensivi e dei motivi, invece, offensivi. I motivi difensivi sono quelli di toglierci dalle scatole della Madia, questo l'abbiamo detto un po' in tutte le salse, ed invece ci sono anche però dei motivi prospettici, più proattivi che sono quelli che sono particolarmente interessanti, cioè il fatto di dire che noi potremmo, nel momento in cui fossimo quotati o si dovesse andare verso una quotazione, si potrebbe decidere, per esempio, sia di effettuare una quotazione in pura vendita, come era



stato ipotizzato a suo tempo, ma anche di fare una quotazione mista, dove una parte in realtà vada in aumento del capitale. Questo vorrebbe dire che parte delle risorse rimarrebbero all'azienda e, aggiungendo un po' di effetto leva, cioè di debito, magari affrontare anche un percorso di crescita ancora più ambizioso di quello che già è stato immaginato. Quindi è chiaro che c'è altro tema ovviamente anche legato un po' alla natura della società. Se voi guardate a come sono fatte le società in tutto il mondo, ma anche in Italia, è evidente che le società quotate, proprio per tutta la regolamentazione, alla quale sono sottoposte, sono le società anche più mature, più capaci a stare sul mercato, più capaci anche ad attirare delle professionalità importanti. Quindi tutto sommato essere quotati porta anche con sé questo aspetto che, comunque, rileva, non è assolutamente da buttare via. Quindi non vado nel dettaglio dei punti, però il tema è che ci sono dei motivi, chiamiamoli, difensivi. Quindi togliersi da questo laccio importante della normativa delle società pubbliche, ma anche dei motivi proattivi. Quindi vedere veramente una crescita aziendale che può andarsi a realizzare in modo importante. La slide 14, molto velocemente, rafforza un elemento anche interessante, che potrebbe essere interessante per voi, cioè il cosiddetto voto maggiorato. È una cosa recente, che è stata introdotta e sarebbe tutta da studiare. Il fatto è che chi detiene azioni e le mantiene in Italia può avere un peso maggiore del voto assembleare. Questo vuol dire che per, esempio, Finaosta, che è un detentore di lungo termine delle azioni, se oggi dovesse cedere il 25% del capitale sociale, in realtà, per una serie di ... manterrebbe l'86% dei diritti di voto in assemblea. Poi l'assemblea tra il 75 e 86 non è che ti cambi la vita, però è per dire che esiste anche la possibilità di giocare con le azioni di classe diversa, ecco il discorso della detenzione di lungo termine con il voto maggiorato, scindere quello che è l'aspetto reddituale del possesso delle azioni dall'aspetto di governance, che questo ovviamente può essere interessante. La cosa interessante è che, quando è stata introdotta questa normativa in Italia, si temeva che gli azionisti di minoranza l'avrebbero vista male, perché si potrebbero sentire di serie B quelli che entrano in quel momento e in realtà questo non è avvenuto, perché è chiaro che, quando una società si quota con una maggioranza in mano ad un'azionista solido, il fatto di dargli ancora più solidità di governance tutto sommato dà ancora più forza alla società. L'importante è garantire con gli amministratori indipendenti la tutela di quelli di minoranza. Ma questo è un discorso diverso. Quindi questo è un altro elemento che potrebbe essere studiato. Se poi andiamo alla slide 15, vedete i numeri, quelli famosi da tenere un po' riservati sui due scenari, dove vedete con lo scenario base e con lo scenario, chiamato sviluppo, cambia veramente la musica, nel senso che, mentre nello scenario base noi abbiamo immaginato investimenti (*Omissis*). Fa una certa differenza e i ricavi in realtà non sembrano molto diversi per il semplice motivo che questi sono investimenti che vanno un po' a costruirsi negli anni e quindi l'effetto netto va visto non nel triennio, quanto nell'ultimo esercizio. (*Omissis*) Era solo per darvi una specie di ordine di grandezza. Questo è un po' per darvi l'idea di questo scenario quotazione. Lascerei di nuovo la parola all'Amministratore delegato che vi parlerà dell'ipotesi quotazione, che cosa comporterebbe nello specifico, cioè le cose da fare e poi concluderò io andando a ragionare su cosa si potrebbe fare se non si dovesse andare verso la quotazione.



DE GIROLAMO

Sì, abbiamo prima messo due slide, la 17 e la 18 sempre nella ricostruzione di cosa è stato fatto sul tema advisor. Sempre ricalandoci in quello che è avvenuto, vi ricordo, come avevo detto prima, che a fine settembre, ottobre del 2016 è entrata in vigore la Madia e c'era meno di un anno per potersi quotare. Noi abbiamo agito su mandato da parte di Finaosta e l'espletamento del bando per definire il global coordinator è durato fino a marzo. Prima di fare questo bando, noi avevamo già contattato dieci, quindici delle maggiori banche a livello mondiale. È chiaro che avevamo anche verificato l'opzione di selezionare prima un advisor, che poi ci avrebbe dovuto dare l'ausilio per fare la gara sui global coordinator. Le due problematiche, che sono emerse subito, sono state una di tempistiche, perché per un advisor che sia efficace in un processo di questo genere generalmente o è una banca o è una SIM, una Società di Intermediazione Mobiliare, perché non basta un commercialista, con tutto il rispetto per il commercialista, ma è un mondo molto particolare. Quindi un bando di questo genere più o meno avrebbe comportato lo stesso tempo del bando per i global. Quindi non ci si stava ... cioè si andava a tre mesi ulteriori e sarebbe stato impossibile quotarsi. Inoltre dalle interlocuzioni con tutte le banche è emerso che l'advisor per la scelta dei global rischiava di essere un po' un doppione dell'attività che poi svolge lo sponsor. Il consiglio che c'era ... anche perché la modalità ... non sempre vengono definiti questi advisor, ma in alcuni casi sono stati scelti prima e venivano pagati sempre con i Fee sull'ottenimento del risultato. Quindi non c'era proprio una terzietà completa se questo era lo scopo. Il consiglio, che poi era rimasto e dovrebbe essere preso in seria considerazione, se si riprende il processo, è di mettere in campo un'advisor da parte di Finaosta per la conclusione dell'operazione, perché, se si va avanti con la quotazione, si arriverà ad un certo punto in cui si dovrà decidere se il prezzo che viene collocato è congruo o meno. Chiaramente lì serve veramente un esperto perché nessuno di noi può avere le competenze per garantire che l'operazione si svolga nelle migliori condizioni del mercato. Questo era per ricostruire. (*Omissis*) Oltretutto si tratta, comunque, di gruppi bancari di elevatissimo standing, perché Mediobanca, Credit Suisse e BNP Paribas, anche se poi fra le invitate erano tutte ... cioè qualsiasi banca avesse vinto, sarebbe stata di elevata professionalità perché quelle invitate erano fra le migliori sul mercato. Abbiamo poi messo alcune slide che ripercorrono le attività che sarebbero da riprendere se si decidesse di partire con la quotazione. Allora, bisognerebbe riprendere i contatti con tutti i consulenti per prolungare o rinnovare i vari contratti (*Omissis*) e poi perfezionare alcuni altri incarichi che sarebbero stati necessari, comunque, anche nel cosiddetto processo tripartito, che c'eravamo dati come obiettivo a febbraio del 2018 e sono dei consulenti che danno l'ausilio nella diffusione delle informazioni riservate, nella gestione delle azioni e soprattutto un incarico novennale del consulente fiscale e del Revisore. È chiaro che per fare questo bisognerebbe sbloccare quanto previsto dalla famosa delibera dello scorso anno, che non ci consente di fare incarichi onerosi sul tema. Le attività da fare: sarebbe da riprendere il prospetto informativo, che è una documentazione molto corposa, 300/400 pagine di descrizione dell'azienda per aggiornarlo. Definire la corporate governance e quindi c'è da ridefinire e aggiornare lo Statuto della società secondo il codice di autodisciplina della Borsa e fare entrare nella governance anche i cosiddetti Consiglieri



indipendenti, che sono quelli che servono a garanzia degli investitori privati, che poi nomineranno i vari comitati in sede, tutto secondo il codice di autodisciplina. La nomina di un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, l'adeguamento del sistema di controllo e la nomina di un amministratore incaricato al sistema di controllo interno nella gestione dei rischi, l'investor relator. Per quanto riguarda la parte finanziaria e contabile aggiornare, come dicevo, i dati finanziari e contabili dalla semestrale del 2018 fino a quando si arriva in quotazione con dei documenti contabili. Sono alla pagina 21. Full audit, cioè significa che dall'inizio, se io faccio un semestre, dal primo mese dobbiamo essere affiancati dal revisore che fa una verifica continua della veridicità dei dati finanziari ed amministrativi, che poi vengono sottoposti a Borsa e a Consob. L'aggiornamento del piano industriale e del memorandum dei controlli di gestione. È chiaro che, se si decidesse di quotarsi, noi, a differenza della prima volta, che beneficiavamo dell'esenzione della Madia per un anno o un anno e sei mesi, in questo caso saremmo sempre nella Madia. Quindi questo sarebbe un po' una difficoltà nell'ottemperare al piano industriale, che dovrà essere per forza importante, perché abbiamo verificato anche con dei contatti con gli investitori che oltre al track record, cioè alla storia della società, serve anche avere un piano sfidante, che piace molto agli investitori, però da quando lo si mette su carta a quando ci si quota, bisogna anche dare dimostrazione che questo piano si incomincia a portare avanti. Quindi bisognerebbe studiare qualche strategia per svincolarci, in qualche modo, dai vincoli di cui vi ho parlato all'inizio. Le decisioni, invece, in capo all'azionista, se ci si dovesse quotare, siamo alla slide ... non si vede il numero, ma è la 22, sono la revoca delle risoluzioni di giugno e luglio, l'approvazione del processo di quotazione comprensivo di ..., l'approvazione di presentare a Borsa e Consob i documenti necessari, la corporate governance, di cui vi parlavo prima, la fissazione dell'intervallo di fissazione dei prezzi e qui servirebbe l'advisor per Finaosta, l'indicazione del numero di azioni, quindi il flottante, se è il 25 o il 30%, l'indicazione dell'ammontare di greenshoe che è una parte residuale di azioni che vengono messe sul mercato per stabilizzare il prezzo durante la fase di vendita. È un tecnicismo e la fissazione del prezzo definitivo nel momento in cui si va a chiudere la quotazione. Nella pagina successiva abbiamo riportato due ipotesi di tempistiche, una è novembre 2019, che riteniamo però poco probabile perché potrebbe essere raggiungibile se ci fosse la decisione oggi, ma visto i tempi della Commissione e il dibattito, una possibilità che ci potrebbe essere, sarebbe maggio 2020, considerando le attività da svolgere e poi le finestre disponibili, perché, per esempio, nel periodo natalizio nessuno si quota e quindi si va dall'autunno alla primavera. Quindi poteva essere maggio 2020, tenendo conto anche che ci sono quei tecnicismi dell'anzianità dei dati contabili che non devono essere troppo vecchi quando si va in quotazione. Rilascio la parola al Presidente Cantamessa.

CANTAMESSA

Cambio cappello perché la slide diventa alternativa alla quotazione. Quindi finora ve l'abbiamo raccontata come la soluzione, perché è quella che più è stata studiata ovviamente, oltre ad essere quella che noi vediamo un po' più fattibile, però esistono alternative e su questo il professor Florenzano vi ha abbastanza parlato durante l'audizione. Se mi



permettete una battuta, mi sembra che Florenzano abbia fatto la stessa diagnosi che abbiamo fatto noi della malattia e di CVA un po' bloccata. Ha detto che la terapia Borsa esiste perché esiste, ha detto che potrebbero esistere altre terapie evidentemente e quindi altre ... Proviamo un po' a vedere che cosa questo potrebbe voler dire. Allora, parto da un presupposto, potremmo anche lasciare CVA esattamente com'è, cioè potreste dire: "No, va bene così, lasciamola con tutti i freni a mano tirati e tutti i lacci e laccioli e quello che capita e fondamentalmente la teniamo come una specie di ente pubblico. È una scelta legittima e io non me la sentirei di consigliarla come amministratore, però è comunque da mettere sul tavolo, se non altro come benchmark da non probabilmente perseguire. L'alternativa della Borsa l'abbiamo raccontata, esiste un'altra alternativa, che è quella di andare a modificare la legge Madia in qualche modo. Allora, un primo modo, che non è scritto nelle slide, potrebbe essere quello di snaturare completamente la legge Madia dicendo che scherzavamo, i lacci e laccioli non ci sono più. Ma questo è impossibile perché vuol dire veramente andare a rifare tutto d'accapo. Allora un'altra alternativa è quella in realtà di creare un'esenzione dalla legge Madia per una società che quoti anche oggi un bond sui mercati regolamentati. (*Omissis*)

Poi anche questo discorso qua sull'idroelettrica ne parlo dopo, ma oltretutto poi quest'anno la finanziaria ha avuto un'evoluzione di quelle veramente assurde e quindi sappiamo benissimo che quella non è andata. Quindi uno può anche dire: "Ci riprovo, proviamo a sensibilizzare con un attimo di calma il Parlamento, sperando che in qualche modo riesco a convincere il Governo" e viceversa vadano d'amore e d'accordo per andare a togliere questa cosa oggettivamente assurda, cioè non si capisce perché esiste una legge dello Stato che dice che, se tu sei riuscito ad uscire con un bond quotato, sei a posto entro certi termini e quelli che arrivano dopo no. Siamo la stessa cosa, è una simmetria che potrebbe essere oggettivamente discussa. Però il problema è che questo è completamente fuori dal nostro controllo perché è una cosa che, in qualche modo, va intavolata a Roma e io non saprei come fare se non tentare il colpo così come ogni tanto si può provare a fare. Questo ovviamente non esenterebbe da una serie di altri laccioli, però sarebbe, comunque, una cosa possibile. Sicuramente essere esentati dalle cose principali della Madia ci porterebbe su un piano paragonabile, se non altro, alle trentine e altoatesine, che è già tanta roba. L'altra possibilità che ha detto Florenzano, è un qualche cosa sulla quale io mi confesso completamente inadatto a dare una risposta. Io sono un ingegnere e non sono un giurista e lui ha detto: "Fatevi una legge di attuazione della Madia regionale che dica: a Roma hanno detto che, ma in Valle d'Aosta si fa cosà". Se si può fare, io sono ben contento, però mi sembra un po' curioso che uno riesca a fare un qualche cosa di così forte senza una fortissima motivazione, che sia recepitibile ovviamente nell'ambito dell'autonomia della Regione. Mi spiego: un conto sarebbe dire: "CVA va verso la quotazione, le apriamo la finestra di esenzione di 12 mesi che c'era perché tanto stiamo andando in quotazione". È una cosa dove uno potrebbe probabilmente utilizzare l'autonomia regionale. Ma andare a dire che in Valle d'Aosta una legge nazionale non si applica tout court, non lo so, io questo ... Non sto dicendo che non sia possibile. Se Florenzano ha detto che è possibile, lo sarà, però oggettivamente non ... però bisogna farlo per davvero e ovviamente anche in tempi abbastanza ristretti.



Quindi l'alternativa qual è? Fondamentalmente è quella di emettere questo bond e avanti. (*Omissis*)

Questa è la prima possibilità. C'è una seconda possibilità. La seconda possibilità, che ha detto Florenzano, è la famosa società mista. Non so se vi ricordate. Allora, cosa sia la famosa società mista io faccio fatica a capirlo e chiunque abbiamo consultato fa un po' fatica a capirlo. Allora, qui - vado direttamente alla slide 26 e poi sulla 25 torno un attimo - ci siamo interrogati su cosa possa essere la società mista, perché la definizione di società mista rimanda ad altre leggi che rimandano ad altre leggi e quindi c'è tutto un discorso, potrebbe essere visto sotto tre punti di vista possibili. Una CVA quotata è una società mista? È pubblica e la parte privata è stata assegnata non con la gara, ma con un meccanismo che di fatto è assolutamente equivalente ad una gara, la massima trasparenza possibile. Mi sono messo sul mercato, chi voleva comprare delle azioni se l'è comprate, no? È sostenibile questa cosa qua? Non lo so oggettivamente, però vale la pena farci qualche ragionamento e a questo punto potrebbe addirittura essere un affidamento diretto. È un po' tirata forse, però, punto interrogativo, vale la pena andare a parlarne con chi se ne intende. Altra possibilità: CVA quotata potrebbe essere vista come la parte pubblica di una futura società mista? Perché una CVA quotata a controllo pubblico potrebbe essere vista come una società che è la parte pubblica di una futura partnership. Devi trovarti una gara e vuol dire portarti in casa un partner industriale che potrebbe non essere particolarmente gradito. Questo è ovvio. Io non sto sposando nessuna di queste alternative, sto solo facendo vedere quali sono. Terza possibilità. La terza possibilità è quello di dire: ma scusatemi se CVA è quotata, in realtà è soggetta alla normativa delle società private. Il fatto che sia in realtà a controllo pubblico, non la rende lo stesso pubblica? E quindi questo cosa vuol dire? Potrebbe un domani esserci lo scenario in cui CVA gioca a fare il privato, ve lo dico malamente, è un'ipotetica Valle d'Aosta hydro completamente pubblica, fa una gara per scegliersi un partner industriale nella speranza che sia la CVA, di cui noi stiamo parlando. Questi sono degli scenari ipotetici. Sono dei ballon d'essai che vi sto buttando lì, però il problema di fondo è che cos'è la società mista di cui parlava l'articolo 6 del Decreto semplificazioni e di cui parlava Florenzano. Non è banale capire di cosa si intenda veramente. CVA quotata potrebbe forse giocarsela, però qui stiamo parlando di cose veramente da approfondire. L'ultima possibilità che è stata tirata fuori è quella della società in house, ma noi la società in house la vediamo veramente come praticamente impossibile perché la società in house, per definizione, è la società che è di servizio ad un ente pubblico, cioè è quella che fa l'80% almeno del fatturato verso la Regione. Allora, a meno che la Regione non abbia voglia di comprare l'80% dell'energia elettrica che produce CVA, dubito perché poi non so cosa ve ne fareste di tutta questa energia, non si può immaginare che sia un in house.

Noi stiamo esportando il 90% della ... cioè invertirla, dovrete veramente trovare degli usi alternativi. Quindi in house io la lascerei stare. Torno alla slide 25 dove c'è, secondo me, il vero vostro problema, dico "vostro" non come scaricabarile, nel senso che siamo intorno allo stesso tavolo, ma è il vero problema imprenditoriale che voi dovete decidere oggi ed è questo e nelle discussioni che noi abbiamo internamente all'azienda, anche parlando con i nostri dirigenti, eccetera, viene fuori questo dilemma. Allora, uno può dire: l'unica cosa che



mi interessa è la concessione del 2029. Allora, se questa è l'unica che interessa, cosa faccio? Aspetto che venga fuori la normativa e poi me la gioco in qualche modo. Questa è una strada possibile che voi avete. Vuol dire congeliamo le decisioni sul CVA, aspettiamo che vengano fuori le decisioni e poi ce la giochiamo in qualche modo. Qual è il rischio? La decisione del Governo, dell'Unione europea e dell'Antitrust prevale ed è gara e tu sei morto. Oppure la decisione del Governo è affidamento diretto, se completamente pubblica, a quel punto sei salvo. Però vuol dire andare al Casinò e dire: "E' una roulette russa". Qual è l'altra alternativa? L'alternativa inversa è quella di dire: "A me quello che interessa è CVA". Allora, gioco in modo che CVA sia la più forte e la più robusta possibile a livello industriale in Valle e fuori Valle e quando arriverà poi la regolamentazione del mitico articolo 6, qualunque sia, saremmo più forti e più capaci di. Se poi riusciremo a giocare con questo gioco delle tre carte, a dire che CVA è quotata, ma è anche un po' pubblica, ma è anche un po' privata, tanto vale. Ma intanto ci rafforziamo in vista di questa cosa qua. Questo è il dilemma che voi avete, però è una scelta imprenditoriale dello stesso livello che avete avuto quando vent'anni fa avete deciso di prendere le famose centrali Enel ed andare avanti. Quale delle due ovviamente lo lasciamo a voi. Se voi mi doveste chiedere qual è la scelta più saggia, è evitare le roulette russe. Questo sarebbe la cosa che io suggerirei, però ve la butto come suggerimento e nulla più. Abbiamo poi anche un compendio che non abbiamo ancora distribuito, che però se vi interessa vi possiamo girare, ma è arrivato un po' più tardi, con una valanga di numeri e numeretti indicatori di Borsa, eccetera. Abbiamo chiesto a Mediobanca se ci giravano un po' di elementi di contesto. Se volete vedere un po' di grafici che vanno su e giù, poi ve lo possiamo anche girare. Però non starei a commentarlo perché sono proprio dettagli.

DE GIROLAMO

Dice sostanzialmente che per aziende comparabili alla nostra, tipo ERG e Falck in primis e anche per le utilities, nonostante il momento non felicissimo della Borsa, è un momento in cui le cose stanno andando lo stesso abbastanza bene. Questo magari ve lo giriamo. Era molto più tecnico e finanziario e quindi ci sembrava più da invio.

NOGARA

Grazie dottor Cantamessa e grazie dottor De Girolamo. Penso, a nome di tutta la Commissione, di ringraziarvi per la vostra chiarezza e per il lavoro che è stato fatto e che ci avete sottoposto oggi. A questo punto io aprirei alle domande dei Commissari e do la parola al Consigliere Mossa. Grazie.

MOSSA

Grazie, Presidente e grazie al Presidente e all'Amministratore delegato per aver partecipato a questa nostra Commissione. Allora, per ottimizzare i tempi, se per voi va bene, io vi farò una serie di domande e poi mi risponderete successivamente, così poi al massimo, se ci sarà tempo per una replica, vedremo. Allora, partirei intanto con un'analisi del territorio. "A causa del cambiamento climatico in pochi anni le riserve idriche diminuiranno



significativamente e la distribuzione delle precipitazioni varierà in modo consistente ai flussi idrici. Questo significa meno acqua per il fabbisogno umano, per quello agricolo, per difendere l'ecosistema e l'ambiente e anche meno riserve idriche per la produzione di energia idroelettrica. Per prevenire i disastri ambientali e soddisfare i fabbisogni citati, è urgente e indispensabile prevedere un consistente piano di interventi per contenere gli effetti di questi fenomeni, salvaguardando l'esigenza dell'ambiente e del territorio socio – economico, ad esempio, ulteriore capacità di stoccaggio dell'acqua, prevenzione della ritirata dei ghiacciai, regolazione dei flussi dei corsi d'acqua, per far fronte ai periodi di aridità previsti in un futuro non così lontano. Quindi la prima domanda è: il vostro piano strategico certamente avrà contemplato tale necessità, quindi mi domando su quanti anni si estenda questo piano e quante, ovviamente centinaia di milioni, siano stati destinati per la sua realizzazione". Questa è la prima. Poi: "Da uno studio recente della Bocconi, svolto dall'industria europea della distribuzione dell'energia, si dimostra che alcune conseguenze all'entrata del capitale, gli investitori di diverse tipologie e sono la diminuzione degli investimenti strutturali e l'aumento dei profitti basati sugli aumenti del prezzo al consumo. Nel nostro caso dovrebbe sostenere un ingente investimento infrastrutturale per rendere possibile la transizione verso la E-mobility. Quindi la domanda è: come si porrebbe la CVA quotata di fronte a questa esigenza del territorio valdostano, quindi prezzi contenuti, sviluppo e incentivazione sulla E-mobility? Poi altra domanda: "Nel rapporto 2016 il World Energy Council, la maggiore organizzazione mondiale degli interlocutori del settore energia, ha evidenziato un forte trend di sviluppo tecnologico e di investimento nello storage. Quindi la domanda è: come si posiziona CVA in questo ambito che dimostra fattivamente le capacità di innovazione delle aziende, altro importante fattore di attrattività sul mercato?" Altra domanda: "Un'azienda importante come CVA ha sicuramente sottoposto i suoi maggiori impianti alla valutazione di sostenibilità idroelettrica. Ecco, se fosse possibile, desidererei conoscere qual è il punteggio medio dei nostri impianti e quello minimo". Ancora: "CVA compete nel mercato italiano dell'energia e in particolare nel comparto della produzione da fonti rinnovabili. Anche in questo ultimo ambito CVA ha attualmente dimensioni molto limitate rispetto ai leader del mercato. Quindi la domanda è: supponendo che la quotazione in Borsa di un 25 o 30%, come avete accennato, del capitale consenta di acquisire risorse finanziarie da dedicare allo sviluppo, in che modo tali risorse saranno coerenti con l'obiettivo dichiarato di divenire leader nel mercato?" Ancora: "CVA insiste su una piccola porzione del territorio alpino e risulta che lo sfruttamento ai fini idroelettrici della risorsa acqua sia molto diffuso su tutto l'arco della catena montuosa. I confronti aziendali, che sono stati mostrati, non sono coerenti con la tipologia aziendale di CVA, perciò vi chiedo ad illustrare la best practice, cioè i casi di successo e per converso la malpractice, quelli di insuccesso, nelle quotazioni in Borsa di operatori più simili alla CVA". Ancora: "Il vostro ultimo documento finalmente mostra una sia pur sommaria quantificazione - che eviteremmo di promulgare, ci mancherebbe - Ritenete comunque di aver fornito tutte le informazioni basilari per una valutazione consapevole?" Ho quasi concluso. "Il 2019, appena aperto, presenta uno scenario macroeconomico con molte criticità e fattori di incertezza. L'unica certezza è che questo stato permarrà anche oltre l'anno in corso. Le conseguenze sulla



volatilità delle quotazioni sono evidenti e immediate. Ritenete che il clima di Borsa sia veramente il più propizio per la quotazione di un'azienda con lo storico di CVA?" E su questo vedo che ci avete già fornito un documento e quindi siete al corrente della situazione Borsa. "Tra le aziende quotate è frequente il fenomeno del delisting, cioè del ritiro dalla quotazione come dimostrano anche i casi di aziende molto rinomate e in questi casi la permanenza in Borsa ha una durata alquanto limitata. Perciò mi chiedo: il vostro piano strategico tempera l'ipotesi di un fallimento della quotazione, cioè la mancata collocazione della quota iniziale o nel caso in cui la collocazione raggiunga l'obiettivo, l'ipotesi che le quotazioni del titolo abbiano prezzi continuamente calanti?" Io ho terminato e vi ringrazio per l'attenzione.

CANTAMESSA

Il cambiamento climatico. Allora, il cambiamento climatico, sta avvenendo? Sì, questo lo sappiamo. Cosa stia provocando in particolare per un'azienda, che come noi ha degli impianti da acqua fluente, ma anche degli impianti con diga, è un po' da capire, nel senso che chiaramente ce ne stiamo rendendo conto questo inverno non sta nevicando o comunque c'è molta varianza nella precipitazione nevosa ed è anche vero che, però, non è che smetta di piovere. Quindi il tema è che noi iniziamo ad avere meno magazzino neve, questo è sicuramente neve, però le dighe continuano ad esserci tutto sommato. Quindi che sia necessario ottimizzare la produzione questo è poco, ma sicuro. In che modo esattamente non lo so, cioè se voi oggi andate a chiedere ai grandi esperti del settore come ... immaginate di avere una Valle d'Aosta che non abbia impianti idroelettrici ed andare a chiedere, in funzione del cambiamento climatico, come dovrei predisporre dighe, sbarramenti, eccetera, ti dicono che io la sfera di cristallo non ce l'ho, faccio fatica a capirlo. Quindi non possiamo ottimizzare rispetto ad uno scenario che è in cambiamento, ma non sappiamo per andare dove. (*Omissis*) Questo è molto importante perché sono impianti fatti cent'anni fa e cent'anni fa uno li tarava in base alle esigenze delle utenze di allora. Quindi, senza nulla togliere all'idraulicità complessiva del territorio, si tratta solo di utilizzare meglio la risorsa che già adesso c'è. Quindi su questo noi un ragionamento l'abbiamo fatto. Abbiamo già anche iniziato una primissima interlocuzione con la Regione, con gli uffici della Regione per capire se questa cosa qua sia da vedersi come una rivisitazione della concessione esistente o addirittura come una nuova concessione tout court perché oggettivamente sono cose nuove. Quindi questo c'è sicuramente. In realtà il cambiamento climatico, comunque, impone, a fronte di questo rischio molto importante che c'è, la diversificazione, cioè non sapendo esattamente cosa diavolo succederà, è per questo che iniziamo a ragionare sul diversificare sia per tecnologie e quindi l'eolico, ma anche per geografie. E qui uno dei temi interessanti è questo, noi abbiamo una core competence nell'idroelettrico. Non è che ci poniamo male nell'andare a conquistare magari gli impianti idroelettrici anche un po' più in giro. Oggi il mondo francese, con tutte le chiusure, si sta un po' aprendo dal punto di vista del rinnovo delle concessioni. Ci piacerebbe essere lì a darci un'occhiatina, se non altro perché, mentre di qua non nevica, magari dall'altra parte delle Alpi sì. Sapete benissimo come funzionano le perturbazioni che arrivano di qua o di là. Quindi questo bilanciamento dei rischi attraverso



una crescita e un giocare in un'ottica di portafoglio per noi è strategico. Quindi investimenti in Valle sì, ma non solo in Valle perché questo permette di diversificare i rischi. Domanda 2: diminuzione degli investimenti strutturali. Chi fa distribuzione è regolamento come l'ira di Dio. Quindi noi stiamo parlando di distribuzione e parliamo di Deval e Deval è soggetta a tutta la regolamentazione dell'authority. Quindi non è pensabile di non fare gli investimenti, nel senso che quella roba lì quotati o non quotati non cambia assolutamente nulla.

DE GIROLAMO

Ma nella domanda si andava sull'E-mobility. L'E-mobility la stiamo prendendo in serie considerazione e io tra l'altro ero stato anche ad un'audizione della 3^a e 4^a Commissione e con il nostro progetto CVA 2022 di open innovation stiamo verificando dei possibili investimenti ma come gruppo CVA. (*Omissis*) Non ho capito bene il legame con i prezzi al consumo su questa domanda. È un investimento che abbiamo in mente oltre alla crescita sulla produzione da fonti rinnovabili anche nell'ottica della Valle d'Aosta decarbonizzata, promuovere l'elettrificazione di altri due settori, che uno è quello della mobilità e uno è quello del riscaldamento ed è in previsione di investire.

CANTAMESSA

Su questo però c'è un problema, nel senso che sapete che, per esempio, Enel X sta mettendo palini un po' in giro. Allora, noi stiamo lavorando ed iniziando a ragionare con un player che fa questo mestiere in modo verticale e che vorrebbe anche lavorare con noi in Val d'Aosta, rimane il problema di come diavolo fare interagire, perché dovessimo costituire una NewCo insieme a loro, per farlo non possiamo, perché la famosa Madia ci impedisce. (*Omissis*) Su questo è chiaro che bisognerà fare un ragionamento, ma un ragionamento di sistema a livello italiano con il regolatore che dovrà tirare tutta quanta la filiera. Nessuno si mette a fare alzate di ingegno. Su questo abbiamo poi un'ulteriore punto, su cui stiamo facendo un ragionamento, che è quello di ragionare sui supercharger a chilometri zero. Quindi vai in centrale e ti carichi la tua macchina con il supercharger da 100 chilowatt perché così non hai nessun problema di infrastruttura, perché la centrale ce l'hai lì e fai in fretta a farlo. Questo è un benefit che noi potremmo avere e stiamo un po' ragionandoci su queste cose qua. Stiamo parlando di cose lente comunque, cioè la mobilità elettrica non decollerà all'improvviso. La stiamo traguardando, abbiamo tutti i numeri sottomano. Lo scenario ottimistico, di cui stavamo parlando proprio questa mattina guardando il business plan, sul quale stiamo ragionando, parla fra un otto anni grossomodo di un 10% del circolante elettrico, che è tanta roba, però quello è lo scenario ottimistico. Quindi le cose avverranno e poi ci saranno anche molti freni lì in mezzo. Storage, vai.

DE GIROLAMO

Sullo storage. Io ad ogni convegno non mi stanco mai di dire che l'unico vero sistema di accumulo elettrico e di grandi dimensioni efficiente ed attuale è quello dell'idroelettrico, cioè delle grandi dighe. Questo non vuol dire che noi non siamo sul pezzo, stiamo



monitorando il tema degli storage e stiamo verificando dei business plan per utilizzarli sugli impianti di produzione, ad esempio, quelli eolici, ma i business plan attuali dicono che i tempi di ritorno di uno storage tradizionale è di circa tre volte la vita media delle batterie stesse. Quindi questo non vuol dire che a livello sperimentale o di monitoraggio del mercato non stiamo monitorando la cosa, ma in questo momento gli unici storage che hanno un po' di senso in Italia sono quelli legati al consumatore diretto, perché possono beneficiare in autoconsumo della riduzione degli oneri di sistema.

CANTAMESSA

Quindi solo per darvi un'idea lo storage oggi costa un milione di euro a megavattore accumulato. Quindi è un prezzo che è ancora straordinariamente alto, però ci stiamo dietro e vediamo... Un milione a megavattore, perché vuol dire prendere delle batterie agli ioni di litio, come quelle che si usano nelle auto elettriche, farne dei grossi container, sperando che non saltino in aria peraltro, perché con il ben concentrato di energia e metterli vicino alla torre eolica pompando dentro energia quando non conviene venderla e poi rilasciandola quando conviene. E' un accumulatore, però il ragionamento... fisicamente quell'accumulatore sono le batterie dell'iPhone che voi avete in quantità industriali. Quindi capite che il prezzo è alto. Esistono nuove tecnologie che stanno venendo fuori e che sono batterie a flusso e quindi in realtà si carica un elettrolita e lo si mette in un serbatoio, quelle sono il (sacro Graal) ma ancora non sono industrialmente rilevanti, però ci stiamo dietro e non appena sarà possibile le guardiamo. Valutazione di sostenibilità idroelettrica, vorrei capirne un po' meglio per capire esattamente di cosa si tratti.

MOSSA

Allora: "La Hydropower International Association ha generato questo protocollo che prevede 23 criteri di misura per valutare la sostenibilità di un progetto ed impianto idroelettrico. Alcuni tra gli scopi, per cui tale valutazione può essere utilizzata, sono la valutazione dei rischi come parte di due diligence e facilitare l'accesso a qualsiasi tipo di finanza ed individuare interventi di miglioramento". Permettetemi di dire che non conoscere uno strumento internazionale, riconosciuto come questo, denuncia un po' un carente livello di attenzione del management ad una questione fondamentale per questo tipo di azienda, senza offendere nessuno.

CANTAMESSA

Ci sono mille possibili approcci alla valutazione della sostenibilità. Quindi questo è uno dei possibili e quindi da questo punto di vista andare a dire che la società è carente perché non sta utilizzando questo particolare strumento, mi sembra un po' forte come affermazione. Domanda 5: leader del mercato. Non diventiamo Enel, questo è evidente, diventiamo però potenzialmente leader di quel modello di business particolare cui De Girolamo ha accennato in precedenza, cioè questo player che è puramente verde, puramente rinnovabile, che però non si limita a produrre, ma si integra verticalmente nella distribuzione e vendita di energia inclusi i servizi a valore aggiunto, che oggi sono la mobilità elettrica



piuttosto che la modalità Esco sugli edifici, ma anche – e questo è un tema interessante che potrebbe venir fuori prossimamente se la legislazione cambia – tutto il discorso Local Energy Communities e così via. Quindi questo è dove si può diventare leader. Enel è un'altra roba evidentemente e anche A2A e IREN fino ad un certo punto, perché loro sono multi utility. Io non penso che CVA abbia nel suo DNA quello di diventare una multi utility che si occupi anche di acqua, rifiuti, gas e così via. Poi, per carità, è una strategia possibile e legittima. In questo momento, se uno va a guardare che cos'è CVA, ha questa caratteristica di essere veramente un ibrido tra il produttore di energia rinnovabile, ma l'integrazione verticale che arriva fino alla casa del cliente potenzialmente per dargli servizio al valore aggiunto al cliente e alle comunità dove i clienti sono inseriti. Questo è dove possiamo diventare leader e giocare sulla Valle d'Aosta è interessante perché è il posto dove iniziare ad attuare fino in fondo questo processo su un territorio relativamente compatto. Poi: insiste su una piccola porzione del territorio alpino. “Invito pertanto il CVA ad illustrare il best practice, cioè i casi di successo e di converso il malpractice nelle quotazioni in Borsa e gli operatori più simili”. È difficile perché gli operatori più simili sono Dolomiti Energia e Alperia, che non sono quotate e quindi hanno quotato il bond.

DE GIROLAMO

C'è Verbund, che è una società più grossa austriaca che ha delle ... Fra i peers grandi è quello più simile a CVA. Mentre chi ha idroelettrico in Italia di quotate ci sono IREN e A2A, però è una fetta del loro business e quindi diventa difficile segmentare.

CANTAMESSA

Esatto. Sì, bisogna anche capire quale sarà poi la loro strategia rispetto all'idroelettrico in futuro, cioè A2A ci tiene un sacco ovviamente all'idro, IREN non lo so oggettivamente, anche perché adesso, perdendo la centralità di Torino, perché si sta spostando il baricentro su Genova, magari inizieranno ad occuparsi più di altra roba. Poi: “Avete fornito tutte le informazioni basilari per una votazione consapevole”. Basilari sì, poi se è non di più, se ne aggiungono, che problema c'è. Poi altra domanda. “Clima di Borsa, sia un momento propizio”. Non stiamo quotandola in questo momento, stiamo dando una finestra che va dall'autunno, se si dovessero fare le gare, i cento metri piani, alla primavera del 2020. Io spero che cambi ovviamente in meglio lo scenario di Borsa, però nel documento che non vi abbiamo ancora dato, ma vi giriamo, fanno vedere che questi sono titoli che patiscono relativamente poco del clima di Borsa sfavorevoli, anzi sono titoli difensivi. Quindi anzi sono quelli che per alcuni versi va anche bene, tutto sommato, proporre nei periodi in cui il resto dei titoli vanno male. Quindi non la vedo male, poi chiaramente bisogna guardare il momento specifico, questo è evidente. Delisting. Allora, è come dire: propongo il matrimonio già pensando al divorzio. Tutto si può fare, però non penso che mai nessuno si metta a fare una quotazione già avendo il delisting trapiantato; cioè il delisting avviene per mille motivi possibili ed immaginabili, quando vengono meno le motivazioni per cui ci si è decisi di quotare. Quindi è un po' come il matrimonio, ci si sposa perché ci si vuole bene, quando vengono meno le fondamenta, uno prende magari delle decisioni alternative. Quali



possono essere? Ci sono delisting di molti tipi diversi. Ci sono delisting che vengono fuori quando l'azienda ritiene di non avere bisogno di provvista finanziaria che invece pensava di aver bisogno. Questo potrebbe essere un motivo. L'altro motivo è quando la governance di Borsa viene vista come opprimente rispetto al gestirsi l'azienda per i fattacci propri. Questo capita tipicamente alle aziende di famiglia. Però, siccome noi stiamo pensando alla Borsa per scappare dalla compliance complicatissima che c'è come azienda pubblica, sarebbe come uscire dalla Borsa per tornare in una situazione molto più complessa. Quindi questa motivazione di delisting io non la vedrei tutto sommato. Chiaramente bisogna pensarci ma ... Nel delisting lei parlava anche di possibilità che le quotazioni siano continuamente calanti. Se le quotazioni sono continuamente calanti, vuol dire o che l'Italia sta andando a fondo o vuol dire che il management, che è stato messo, è un disastro e questo prendetelo e buttatelo fuori a calci nel sedere, dovesse succedere mai; cioè penso che un'azienda come questa dovesse veramente quotare le azioni e queste continuano a scendere, scendere e scendere, cioè veramente o il problema è ben più grave oppure c'è il management che non va bene in un'azienda e si prende e si cambia, questo mi sembra evidente.

NOGARA

Grazie. Se ci sono altre domande?

MOSSA

Vorrei poter replicare.

NOGARA

Certo, ma non l'avevo visto, per carità.

MOSSA

Grazie, Presidente, nuovamente. Allora, (*Omissis*)

CANTAMESSA

(*Omissis*)

NOGARA

Mi scusi, mi fa piacere se risponde e poi dopo è registrato perché alle cose ...

MOSSA

Okay, finisco l'intervento.

NOGARA

Perché mi fa piacere se rimane scritto. Grazie.



MOSSA

Comunque quello di cui vorrei mettere al corrente è che i potenziali investitori professionali nelle utility sono molto attenti a questo aspetto, mitigazione dei rischi clima. Le cito, a questo proposito, lo studio del 2016 dal quale si evince chiaramente l'importanza di questo fattore. Questo studio è stato realizzato per conto di alcune associazioni alle quali partecipano investitori di altissimo profilo globale, come Aviva, AXA, Alliance, Amundi, Black Rock e mi fermo alla "B" e sono le aspettative degli investitori delle società di utilities elettric, è il titolo in inglese. Mi chiedo quale credibilità possa avere presso gli investitori in Borsa il vostro progetto se non considera fattori di così fondamentale importanza. Domanda sulla E-mobility.

CANTAMESSA

(Omissis)

DE GIROLAMO

No, su questo informalmente abbiamo incontrato alcuni di questi investitori istituzionali che lei citava e questi investitori sono molto interessati ad aziende come CVA proprio perché è un'azienda che è forse un unicum nel panorama internazionale e di azienda puregreen, cioè continua ad investire solo in tecnologie rinnovabili. Quindi investiamo nella crescita da fonti rinnovabili e nel mantenimento, con elevato standard, delle nostre centrali già esistenti. Quindi tutti i riscontri che abbiamo avuto sono stati molto positivi, proprio perché veniamo visti come un'azienda che investe solo nel rinnovabile.

NOGARA

Mi scusi ancora se intervengo. Vorrei ricordare al Consigliere Mossa, a parte che al limite lasciare anche agli altri un po' il dialogo, che la replica sì, però stiamo parlando di quali sono – e l'ho letto all'inizio che erano messe nella risoluzioni – le scelte che questa Commissione reputa più valide per mettere allo stesso livello CVA con le altre aziende che lavorano nel settore. Ecco, qui stiamo parlando forse un po' di altre cose. Allora, se si vuole mantenere un po' a questa tematica, le chiedo se lo può fare. Io non l'ho interrotta prima perché va bene parlare di tutto, però questo è il funzionamento dell'azienda CVA, quello di cui sta parlando adesso, che può essere un argomento utilissimo ed importantissimo, però non è l'argomento che dobbiamo trattare in questa Commissione in questo momento. Grazie.

MOSSA

Intanto ringrazio il Presidente e rispondo al Presidente che, a mio avviso, invece, se sto ponendo queste domande, è perché in definitiva dovrò fare una scelta e queste domande, a mio avviso, sono molto basilari per la scelta che dovrò fare come Commissario di questa Commissione. Se per voi possono anche essere irrilevanti, per me hanno un altro aspetto.



NOGARA

No, non sono irrilevanti, non le sto dicendo che sono irrilevanti, stiamo parlando di mele e di pere, è solo quello che le sto dicendo, perché le cose che ha detto lei le posso anche condividere, posso essere anche d'accordo con lei su quello che sta dicendo, però devono essere portate in un altro ambito, in un'altra sessione di audizioni, perché adesso siamo concentrati per capire, per riuscire a mettere quest'azienda, importante per la Valle d'Aosta, sullo stesso livello delle altre aziende che lavorano in questo settore. Allora, vediamo le varie possibilità che dobbiamo seguire. Questo è il problema in questo momento. Poi le cose che sta dicendo lei, non sto dicendo che sono irrilevanti, anzi sono importanti, ma diciamo che forse portano via in questo momento del tempo ad altri Commissari che vorrebbero fare delle domande su quello che ho presentato all'inizio della discussione. Solo questo, ma vada pure avanti, per carità.

MOSSA

Comunque, preferisco andare avanti, grazie. Eravamo arrivati alla E-mobility, è giusto? "C'è uno studio di classe nuova dello IEF del 2014 e da questo studio è facilmente intuibile che entro due, tre anni dall'ingresso della società in Borsa questo comporterà la probabile dismissione di Deval. Se non CVA e Deval, chi ha la responsabilità di finanziare e gestire e in quale maniera questo tipo di investimenti? La E-mobility. Con la mission attuale e la quotazione, CVA diventerà una società la cui unica funzione o mission sarà quella di massimizzare il profitto a beneficio dei soci e con questo rispondo all'Amministratore delegato sui prezzi del consumo. La tutela dell'ambiente e del territorio non farà più parte della mission aziendale, in quanto richiederebbe degli investimenti significativi a vantaggio del territorio, ma con modesto ritorno economico per soci e azionisti. Per essere più chiaro, da un ipotetico azionista siciliano poco importerà se la Valle d'Aosta nel tempo avrà meno risorse idriche o continuerà a viaggiare a gasolio, mentre invece vorrà massimizzare tutte le operazioni che consentono di moltiplicare i profitti di breve termine. L'azienda, di conseguenza, dovrà prioritariamente tutelare gli interessi economici dei soci senza riguardo e quindi anche a discapito di ambiente e territorio socio – economico valdostano. In altre parole, saremmo destinati a pagare cara la corrente elettrica e a trasportare merci e passeggeri con motori a combustione interna per il prossimo secolo".

NOGARA

Prego, prego.

CANTAMESSA

Grazie. Allora, sta dipingendo un mondo che è difficile da ... sul quale incontrarci, perché con questi presupposti tutte le società quotate in Borsa sono delle società che rapinano, tra virgolette, i territori, eccetera, che è una visione possibile da affermare, ma è difficile andarla a sposare. Io, però, vorrei farvi notare una cosa, tutte le cose di cui noi abbiamo parlato, il fatto di diventare un leader di mercato in questo mondo che va



decarbonizzandosi con un modello di business particolare, il discorso di decarbonizzazione del territorio nel riscaldamento e in prospettiva anche nella mobilità, richiedono una capacità di muoversi che è esattamente quella che oggi CVA pubblica non può avere, punto. Quando arriva il signore, di cui adesso non sto a fare il nome, e mi dice: “Io sto mettendo colonnine in tutt’Italia, voglio mettere colonnine in Valle d’Aosta, lo facciamo insieme, facciamo una joint venture”, la mia risposta è: “Non posso farlo”, punto; cioè stiamo parlando di quando – faccio un altro esempio - un costruttore (*Omissis*) di pompe di calore dice: “Io ho una pompa di calore particolarmente promettente che permette il retrofit di tutti i condomini ad alta temperatura, quindi ti metti la pompa di calore e non sei costretto a rifare l’impianto complessivo dei termosifoni e probabilmente non devi neanche mettere fuori l’unità esterna che dà tanto fastidio. La sperimentiamo insieme, mi fai da primo mercato in Valle d’Aosta? Ma per tirare questo diventiamo soci e io metto la società in Valle d’Aosta per produrre”. E io gli dico: “Non posso farlo”, cioè è esattamente il contrario. Poi, se uno si immagina un mondo dove una società come CVA può fare tutte queste cose qua, non so cosa dirvi. Ma non è questo, è un mondo che non esiste quello che sta dicendo.

DE GIROLAMO

Volevo solo aggiungere che c’è anche una contraddizione nella descrizione degli azionisti, perché giustamente lei prima ha fatto riferimento agli investitori istituzionali che in una ipotetica quotazione in Borsa sarebbero probabilmente la maggior parte degli investitori, che sono molto attenti, come giustamente diceva lei, agli investimenti di tipo green. L’esempio dell’investitore siciliano calza poco su questo. Chi viene ad investire in Valle d’Aosta sa che il CVA è connotata con la Valle d’Aosta come territorio e come investimenti green. Quindi non vedo questo problema. Comunque sia non dimentichiamoci che la governance rimane stretta in mano alla Regione. Quindi le decisioni strategiche rimangono qui, non vedo una possibilità di decisioni strategiche e di governance che spostino gli interessi dal preservare gli asset valdostani.

MOSSA

Allora, per correttezza replico soltanto al primo intervento e non faccio la seconda replica e quindi vado avanti, se no ci perdiamo. Relativamente allo storage. “Naturalmente lo storage è basato sui serbatoi di acque, sul rimpompaggio ed è tutt’ora fondamentale a livello mondiale. Parliamo del 95%. Però già tre anni fa in Italia, ad esempio, erano in corso 22 installazioni per 7,7 gigawatt, ma anche per 18, per 42 megawatt, con tecnologia elettrochimica, le seconde. Se la CVA, a livello normativo, non ha valutato nemmeno uno dei settori di sua più forte competenza, come possiamo credere che lo sia in altri settori che nemmeno conosce come quello delle Esco?”

DE GIROLAMO

Ma l’affermazione che noi non abbiamo valutato lo storage non so da dove arriva, perché, come le abbiamo detto, stiamo monitorandolo con il nostro progetto di open innovation. Poi il fatto che non conosciamo il mondo delle Esco è un’altra valutazione sua.



Per esempio, io personalmente è da 25 anni che mi occupo di Energy Service Company. Quindi l'Amministratore delegato della società conosce bene il mercato. Diverso è che non possiamo entrarci per la Madia.

NOGARA

Adesso, a questo punto, direi che può bastare perché sembra che abbiamo monopolizzato con domande già scritte e riscritte. Magari forse se facciamo un incontro direttamente con chi le ha fatto il compitino e così loro rispondono, viene più facile perché se no poi è difficile che lei risponda a ...

MOSSA

No, io me le sono scritte proprio per ricordarmele.

NOGARA

...cose che non sa neanche di che cosa sta parlando. Comunque, c'è qualcuno che vuole fare un intervento ancora?

MOSSA

Chiedo scusa, ma non posso finire l'intervento?

NOGARA

Prego.

MOSSA

Sto evitando di replicare la risposta. Grazie. Salto la domanda numero 6 per accelerare, se no mi fanno pressione. Sui casi analoghi alla quotazione. Avete detto che non ci sono casi analoghi perché quello descritto era sicuramente di un'azienda più grossa. Allora, vi domanderei, se mi viene permesso, perché qua le domande purtroppo devo stare attento a come le faccio, quale peculiarità ...

NOGARA

Ma guardi non faccia della ... Io non le sto dicendo che lei sta facendo, lei sta parlando di tutt'altre cose. Su un compitino che ha, sta facendo delle domande che non c'entrano niente con il tema che stiamo parlando oggi. Sta dando delle repliche che non sono delle repliche, ma sono altre domande, che non hanno né capo e né coda. È solo quello che le ho detto. Allora, le ho sempre lasciato la parola, ma mi lasci almeno la facoltà di dirle queste cose, perché è quello che sta percependo tutta la Commissione.

MOSSA

Ma lei la volta scorsa ha detto che non aveva competenze tecniche relativamente a CVA, però oggi mi sta dicendo che queste domande non sono pertinenti.



NOGARA

Non c'entra niente. Quello che le ho detto ...

MOSSA

Non c'entra niente.

NOGARA

Non lo sto facendo a lei direttamente. Lei sta andando fuori tema. Non sto dicendo che tecnicamente ... ma neanche lei tecnicamente sa di quello che sta parlando.

MOSSA

Questo lo dice lei.

NOGARA

Si vede. Questo lo dice lei ...

MOSSA

Comunque, prima che vengo censurato completamente, finisco almeno la sesta domanda.

NOGARA

Non censurato, vada pure avanti.

MOSSA

Non so, eh.

NOGARA

Bisogna dire le cose come stanno, non censurarlo. Vada pure.

MOSSA

Volevo far presente, come avete fatto presente voi, che ci sono Alperia, Dolomiti Energia ed altre che hanno dimensioni paragonabili a CVA. Sono tutte aziende a maggioranza pubblica, non quotate, hanno risultati brillanti ... Come, scusi? Ma potrebbero essere un modello per lo sviluppo CVA. Se dobbiamo andare avanti che parlo e vengo interrotto ... Friuli Venezia Giulia sta lavorando per costituire una società regionale, quindi pubblica. In altre zone, bellunese e Valtellina, ci sono movimenti sociali che lamentano la cessione ad operatori extra territorio delle proprie risorse, A2A in Lombardia e ... suscitano un'attenzione, sensibilità, molto superiore alla nostra per le tematiche ambientali". Io chiedo scusa a questa Commissione, avrei da portare un altro paio di repliche, se mi vengono concesse, vado avanti, altrimenti stoppo qua.



NOGARA

Scusi, lei forse non ha capito che cos'è la replica e che cos'è la domanda. Lei fino ad adesso ha solo fatto delle domande e la replica ... Non è che sta replicando a quello che le ha detto il dottor Cantamessa o il dottor De Girolamo. Quelle sono repliche. Lei continua a fare delle domande e le dico che non le voglio io togliere la parola, ma stiamo andando un po' fuori dal seminato, è solo quello che io le sto dicendo, non altro. Poi, se facciamo un'altra audizione, un'altra cosa, per carità, su cosa dovrebbe fare CVA, sulle funzioni che dovrebbe avere. Non so se gli altri Commissari sono d'accordo, perché io penso che ci sia anche qualcuno che voglia fare altre domande. Adesso è tre quarti d'ora che lei sta facendo domande, non sta replicando. Allora, se vuole continuare a fare domande, che non ci sono altri Commissari, per me non è un problema mandarla avanti. Se ci sono altri Commissari che vogliono fare domande, darei la priorità anche un po' agli altri. È questo che le voglio dire.

MOSSA

Termino qua. Vi ringrazio per l'attenzione.

NOGARA

Adesso, se c'è qualcun altro che vuole fare qualche domanda. Prego, Consigliere Gerandin, grazie.

GERANDIN

Grazie, Presidente. Ringrazio il dottor De Girolamo e il dottor Cantamessa. A me l'esposizione, devo dire, mi è anche piaciuta nel senso che mi pare un'esposizione oserei dire onesta, nel senso che è una ricostruzione corretta di quello che è stato un percorso. Le farò qualche domanda un po' precisa riferita e gradirei alcune domande un po' ... risposte altrettanto concise e non chiederò ... Allora, una delle ipotesi, quella che a me è piaciuta, anche quando ha detto l'obiettivo di tutti noi è che le concessioni restino al CVA e penso che questo sia un obiettivo di tutta la Commissione, di CVA e sarò ben felice che la gente sappia che, per quanto mi riguarda, l'obiettivo è che rimangano queste concessioni. Però una delle ipotesi a rischio per questa società, è che al di là di tutto queste concessioni vengano messe in gara e se vengono messe in gara mi pare che il valore per il concessionario uscente sia quello del pagamento dell'indennizzo per i beni asciutti da parte del subentrante e per quel che riguarda i beni bagnati, che sono quelli riferiti nei limiti delle somme di investimento e non ammortizzate. Non è così? Anche se è un'informazione contraria non cambia molto. Mi risponderete qual è il valore, a me è quello che interessa e immagino che voi abbiate definito qual è eventualmente il valore che spetterebbe a CVA qualora questi beni messi in gara non venissero malauguratamente rinnovati a CVA? Prima domanda. Seconda domanda: come mai nel periodo transitorio di applicazione della Madia non ci avete pensato? Oppure non si è messa in campo una strategia simile a quella che sono state messe in campo dalle società trentine ed Alperia, nel senso di ipotizzare come mai in questo



periodo, visto che c'era la possibilità eventualmente, bond o non bond o quant'altro, di perseguire una strada leggermente diversa? La terza domanda è: avete detto che mi pare il 10%, di quella che è la produzione di CVA, sia il consumo che viene utilizzato in Valle d'Aosta, se c'è un'analisi di quello che significherebbe una Valle d'Aosta carbon free, vale a dire totalmente non dipendente da idrocarburi, fonti fossili o quant'altro, questo 10% cosa significherebbe in termini, che percentuale di produzione ed eventualmente anche in termini di investimento? Perché è ovvio che poi, se io dovessi perseguire una strada del genere, dovrò anche investire sulle reti e su quant'altro. Come mai in questo periodo non c'è mai stata ... non so, probabilmente avrete anche voi delle regole di mercato a cui dovete attenervi, come mai non c'è mai stata una forte politica di far crescere quello che potrebbe essere il riscaldamento elettrico o quant'altro? Non solo, in un investimento così importante per quello che riguarda la città di Aosta, riferito al discorso del teleriscaldamento, in cui siete soci all'interno di questa società di teleriscaldamento, non si sia pensato eventualmente ad una rete di riscaldamento elettrica. Non entrerà nel merito del percorso che avete fatto per quello che riguarda global coordinator e l'advisor, perché è già stata oggetto di più iniziative da parte mia nella precedente legislatura e soprattutto perché avete scritto che questo percorso, così come è stato deciso da quello che è il padrone di casa, vale a dire Finaosta. L'unica cosa che vi voglio chiedere in merito a questo è capire al momento se questa società CVA ha ancora dei contenziosi in essere? Parlo di Water Gen Power per quello che riguarda il discorso delle turbine cinesi, perché da quello che si attiene qua, quando voi a pagina 18 dite che sono sufficienti le competenze sviluppate dalle strutture interne di CVA, significa che probabilmente chi ha gestito questa operazione sono un po' le stesse persone che hanno gestito nel passato quella pagina poco chiara, per quello che mi riguarda, delle turbine cinesi. Grazie.

CANTAMESSA

Provo a dare risposte telegrafiche. Allora, la normativa attuale, magari fosse quella, nel senso che oggi la normativa dice: "Le opere asciutte si ti vengono riconosciute con una perizia di fatto, le opere bagnate le regali a chi viene". Tanto è vero che noi i lavori, in questo momento stiamo facendo di rifacimento, li stiamo ammortizzando in modo da arrivare al valore terminale zero nel 2029. È una cosa molto prudentiale che facciamo, altri sono un po' più cavalieri da quel punto di vista. Quella normativa, che invece era nel famoso articolo 6, che riconosceva questa quota parte, è una cosa che da tempo suggerivamo anche al Ministero e che considera un fatto: da testa di Ariete gli altoatesini nella finanziaria, quella precedente, erano riusciti ad infilarla dentro e questa roba è diventata un po' una possibile soluzione, che però, attenzione, io la vedo con grande favore, ci mancherebbe, per ovvi motivi, ma ha un piccolo difetto, bisogna capire se regge agli occhi dell'Unione europea, ma non tanto perché ad Unione europea non piaccia di per sé, ma perché potrebbe essere incompatibile con precedenti normative nazionali. Qui è un pasticcio per cui converrebbe parlarne agli avvocati, ma gli avvocati dicono: se uno mette in fila dal regio Decreto del '33 alla Bersani, ad un'altra normativa, di cui non ricordo, e quella roba lì, c'è un conflitto intrinseco che lo rende non accettabile agli occhi della legislazione comunitaria. Cambiatevi



la legge nazionale, risolvetevi il conflitto interno vostro e automaticamente diventa complaint con la normativa comunitaria. Quindi questo è opere asciutte e opere bagnate. Bond: perché non è stato fatto? Io non c'ero e neanche De Girolamo, il problema è che ... Ah, che valore. Impossibile dire esattamente qual è il valore delle ... cioè un conto è il valore di libro, un conto è quello che poi sarà effettivamente utilizzato qualora, eccetera, eccetera, perché si parla anche di perizie. Perizia vuol dire non necessariamente guardare il valore di libro. Quindi è difficile dirlo. Bond perché non è stato fatto? Perché nessuno lo sapeva.

DE GIROLAMO

Se non ho capito male, la domanda era perché nel periodo di esenzione dalla Madia non avete ... perché il limite per i bond ... cioè quando è uscita la Madia è stata emanata il 23 di settembre del 2016, diceva: "Esenti dalla cessione chi aveva emesso i bond quotati ad agosto del 2016". Noi abbiamo avuto l'esenzione dalla Madia da lì fino al 2018, ma oramai il tempo era spirato, cioè bisognava saperlo prima della Madia. Io non c'ero, ma ho provato anche a fare una ricerca sugli stati di avanzamento dei lavori della Madia, le bozze che uscivano e a giugno del 2016, dai dati che c'erano nei nostri uffici, non c'erano ancora sentori di questa data. Quindi qualcuno ha detto: "C'era chi sapeva e chi non sapeva".

NOGARA

Sì, mi scusi se la interrompo, quando è venuto l'avvocato Florenzano io questa battuta gliel'ho fatta e lui mi ha risposto: "Sì, effettivamente probabilmente c'è stata una soffiata". È stato per quel motivo lì che Alperia e Dolomiti sono riusciti ad emettere questi bond, perché a qualcuno è arrivata la soffiata, loro li hanno emessi e non si capisce perché li hanno emessi, perché tutti si chiedevano e poi abbiamo capito, si è capito che per la Madia, se emettevi dei bond, eri a posto.

DE GIROLAMO

Devo dire che non solo loro, ad esempio, li ha emessi la Municipalizzata di Mantova e la Municipalizzata di Verona no. Quindi qualcuno sapeva e qualcuno no, non saprei dire di più.

NOGARA

Prego.

CANTAMESSA

Poi carbon free. Allora, immaginiamoci una Valle d'Aosta che vada verso maggiori consumo perché si decarbonizza e quindi ovviamente passare al vettore energetico, elettrico nel riscaldamento e nell'autotrazione, che poi sono i due grossi temi, cosa vorrebbe dire? Dipende dal livello di penetrazione di queste tecnologie, ma veramente vorrebbe dire passare da un 10% consumato localmente ad un 20/30 e forse anche qualcosina in più per cento. Non cento per cento, perché noi produciamo comunque di più, perché veramente ce n'è tanta di energia. Volevo aggiungere solo un piccolo pezzo, se avessimo tutte le caldaie e una buona



parte di autoveicoli, perché proprio tutti sarà anche difficile, probabilmente ... adesso il conto preciso dovremo farlo perché dipende molto dai livelli di penetrazione, questo è oggettivo, cioè ci sarà sempre quello che ha la caldaia a gasolio perché non ha modo di, eccetera. È difficile che potremmo consumare il cento per cento dell'energia, però qui c'è un altro tema interessante, non è solo una questione di decarbonizzazione delle utenze, ma anche una questione, volendo, di attrazione di energivori in Valle. Quindi attrazione di impianti.

Faccio un esempio, le famose batterie di cui parlavamo prima, sono degli impianti che non solo sono green, perché uno dice: "Faccio le batterie su cui vanno le auto elettriche", sono energivore loro stesse a produrle. Allora, qui il tema qual è? Potrebbe essere – e questa è una delle sperimentazioni che stiamo facendo – il discorso del Local Energy Community, cioè il fatto di dire che, se la produzione e il consumo sono a chilometri zero, molto vicini, si riesce ad avere l'approvazione di sgravi e non azzeramenti, perché quello è difficile, degli oneri di sistema. Allora, queste Local Energy Community vengono pensate in origine per piccole comunità. Quindi ho un tetto fotovoltaico e vendo un po' di energia al mio vicino di casa che l'utilizza nel pollaio, ma in realtà la cosa bella è immaginare una Local Energy Community che sia la Valle d'Aosta, essa stessa. Allora, questa cosa qua doveva, tra l'altro, apparire in qualche recente decreto governativo e proprio oggi sulla stampa leggevo la lamentela di un gruppo di ambientalisti che diceva: "Non l'hanno voluta mettere o non hanno capito", eccetera, non l'ho seguito così da vicino. Però se ne sta parlando in tutta Europa. I francesi sono più avanti, noi siamo un po' più indietro (*Omissis*) così nessuno dice che faccio favoritismi, per fare due progetti di scala diversi per iniziare a chiedere all'authority di poter fare questa sperimentazione uno a livello più industriale, uno a livello più condominiale. Il sogno è questo, però il tema non è semplicemente decarbonizzare perché si mettono un po' di pompe di calore e un po' di colonnine, il tema è riuscire a portare qua gli energivori sgravando perché questo (*Omissis*). Quindi saranno dei passi da fare di natura sperimentale all'inizio, scrivere delle regole del gioco, poi probabilmente la Valle d'Aosta, avendo anche una sua autonomia e una sua compattezza territoriale, potrebbe anche essere pioniera da questo punto di vista. Però, ripeto, non è solo un po' di riscaldamento e un po' di automobili in più. WGP. WGP: abbiamo la questione delle turbine. Tra l'altro è rilevante in realtà per il discorso Borsa perché quelle cose poi tanto finiscono nel documento e quindi ci mancherebbe. Il discorso turbine sta seguendo il suo iter, nel senso che il giudice ci ha detto di no all'accertamento tecnico preventivo, si va in causa normalmente. (*Omissis*) Passin passetto e queste cose le facciamo.

DE GIROLAMO

Se posso aggiungere. Comunque all'interno della società ci sono delle competenze importanti che, anche se erano presenti nel momento di alcune scelte, magari non avevano voce in capitolo. (*Omissis*)



CANTAMESSA

Chiudo. Solo una cosa, perché non stiamo facendo nulla in questo momento sulla Esco? Perché è proibito, punto.

NOGARA

Grazie. Mi conforta il fatto che la Commissione di inchiesta, che era stata fatta su CVA e ci sono dei componenti che sono qui in quest'aula adesso, abbia portato a quello che sta portando all'interno di CVA. Devo dire che in quella Commissione si era sempre lavorato tutti con una certa sinergia e i risultati sono arrivati. Prego la Consigliera Minelli, ha la parola.

MINELLI

Grazie, Presidente e grazie sia al Presidente di CVA che all'Amministratore delegato. Anch'io mi associo alle parole del collega Gerandin, la vostra esposizione è stata più che utile. In parte le cose che volevo chiedere le ha già anticipate il Consigliere e avete risposto. Mi concentravo sulla pagina 2 dove avete questa premessa, perché mi interessava in particolare quello che scrivete al punto 3 e al punto 4, cioè l'ingresso nei mercati complementari con l'impatto virtuoso sul territorio ed il discorso del carbon free e poi le strategie di Open Innovation per creare questo distretto dell'energia pulita. Alcune cose le avete già dette. Ricordo che ci siamo impegnati recentemente in Consiglio non soltanto per la realizzazione della Valle d'Aosta carbon free, ma entro il 2040 anche per questo obiettivo ambizioso, che è quello del fossil free. Quindi quello che a me interesserebbe avere in futuro, anche se è possibile, visto che sono state fatte delle valutazioni e c'è una strategia in questo senso, se è possibile poi ricevere una documentazione integrativa di quelli che sono stati i vostri passi in questa direzione perché è proprio un obiettivo che ci interessa abbastanza e l'arrivare ad essere dal punto di vista energetico, operare una transizione e quindi magari al cento per cento e magari anche sì. Il 2040 non è lontano e quindi i passi da fare sono poi probabilmente anche molto veloci, però con questa produzione, con questa sovrapproduzione che abbiamo non è nemmeno, secondo me, uno scenario del tutto avveniristico, complicato e complesso sicuramente. La questione dell'introduzione di chi acquista in questo senso energia, i mangiatori voraci di energia, ha sicuramente un'importanza. Quello che volevo capire di più è: avete parlato di un piano industriale orientato alla crescita e quindi con uno scenario di sviluppo e poi avete anche parlato, invece, di indirizzi strategici di base che immagino riguardino uno scenario più conservativo, meno di sviluppo e più legato a quella che è la situazione attuale. Anche questi indirizzi strategici, se poi è possibile, non dico adesso, ma sapere ..., avere proprio come documentazione aggiuntiva quelli che avete previsto. E poi un'altra questione che riguarda la parte finale della vostra relazione, in particolare da pagina 24 a 26. Qui parlate di questa legge di attuazione dello Statuto speciale e penso che intendiate riferirvi alla norma di attuazione, perché in realtà leggi di attuazioni non esistono e quindi è la norma di attuazione, che è uno degli scenari che anche il professore Florenzano ci aveva prospettato. Ecco, credo che su questa questione, anche un po' alla luce



delle cose che avete detto oggi, si debba fare una riflessione approfondita, perché credo che tra le alternative ... Avete parlato della quotazione in Borsa come dell'opzione che ovviamente mi sembra logico che sostenete e dichiarate essere quella che in questo momento è più utile, però ce ne sono altre. Quindi la questione della norma di attuazione e di quello che realmente ci può permettere e i tempi anche, perché ho visto che avete indicato come criticità il problema della tempistica, sia della fattibilità giuridica che della tempistica. Pensando alla norma di attuazione, se ci avete pensato, secondo voi che cosa dovrebbe contenere in specifico questa norma di attuazione per essere efficace ai fini di CVA? L'ultima cosa che riguarda le concessioni. Abbiamo parlato di Trentino Alto Adige, eccetera, sicuramente siete a conoscenza del fatto che loro non sono andati in gara e hanno previsto delle alternative. Ci sono strade alternative? Secondo voi questa è una cosa che potrebbe, dal vostro punto di vista, chiaramente ci sono altri che dovranno sviscerare gli aspetti giuridici, eccetera, ma se è uno scenario utile? L'ultima cosa. In chiusura del vostro documento, dove si parla della società in house avete spiegato: è una soluzione che non sembrerebbe percorribile perché almeno l'80% della produzione dovrebbe essere a beneficio, però avete usato il condizionale. Quindi non sembrerebbe percorribile, però è uno scenario che, con tutta la complessità che si porta dietro, non è escludibile. È questo che voglio capire dal vostro punto di vista. Grazie.

CANTAMESSA

Allora, vado un attimo a memoria. Prima cosa: piani strategici e linee di indirizzo. Noi di fatto abbiamo creato la versione double face. Quindi abbiamo fatto la versione ambiziosa, che però presuppone di essere slegati da tutti questi vincoli e la versione, invece, più soft, che vuol dire: "Si campa come si riesce con tutti questi vincoli". Qual è la differenza? È una differenza in qualità, cioè cose che vengono fatte o non possono essere fatte e in quantità, nel senso che faccio un esempio, crescita nell'eolico con la versione ambiziosa, siamo liberi di fare quel che vogliamo. Nell'altra versione più soft, possiamo solo acquisire i rami d'azienda e quindi questo ti porta a fare di meno. Si fa lo stesso qualcosa, ma di meno. Esco è un problema di qualità. Nella versione libera si fa e nella versione dove siamo più vincolati non si fa di brutto. Quindi questo è un obiettivo per riuscire a generare ... per differenziare o generare ovviamente risorse economiche da investire poi anche in Valle, ovviamente. Quindi questo è un po' il tema. E questi documenti voi li avete perché sono stati inviati alla Regione e quindi sono disponibili presso gli uffici. Il secondo tema, invece, era quello ...

MINELLI

Era la questione della norma di attuazione.

CANTAMESSA

La norma di attuazione. Se ci fosse scritto: "CVA è esente dalla Madia", punto, va benissimo. Il gruppo CVA, anzi, per evitare qualche cosa ... Oppure se fosse: qualunque società valdostana controllata dal pubblico, ma avendo quotato un bond quando gli pare e



piace, è esente dalla Madia, anche questo potrebbe andare bene. Non c'è stato l'uccellino che ha in qualche modo consentito di ... E quindi questo è il tema. L'ultimo punto era ...

MINELLI

Era sulla questione della società in house.

CANTAMESSA

Società in house by definition è una società che viene realizzata per erogare il servizio a favore della Pubblica Amministrazione e la barriera è 80% deve essere fatturato verso la Pubblica Amministrazione. Questo è quello che so da ingegnere. Quindi per me quella roba lì non è fattibile perché non mi pare, appunto, che l'Amministrazione regionale abbia voglia di comprare tutta questa energia, dipende dagli obiettivi. Vuol dire fatturato a bilancio, cioè poi ci sono anche i controlli su quella roba lì ... Se voi volete diventare nostri distributori e rivenditori sul territorio ..., questo però è un modello di business un po' particolare.

DE GIROLAMO

Cioè non basta che sia venduta sul territorio, ma proprio all'azionista. Comunque come è strutturata adesso CVA, perché CVA produce circa 3 terawattora e ne vende 4 e mezzo. Quindi siamo a 7 mezzo. La Valle d'Aosta ne consuma di elettrico, la Valle d'Aosta e non la Regione, 07, 08. Se ci mettessimo anche il riscaldamento e il mobility, si potrebbe arrivare a 2 e mezzo, 2. Ma in quanti anni? Questo è un obiettivo sfidante che dipende molto anche dallo sviluppo della mobilità elettrica, che non dipende solo da noi. Quindi diciamo che, se uno raggiungesse quell'obiettivo, lo raggiungerebbe molto dopo di quando gli serviva dal punto di vista dell'utilizzo della società in house.

NOGARA

Grazie, dottor De Girolamo. È importante, è interessante che l'obiettivo è venuto fuori principale, di questo momento attuale, è uscire dalla Madia. Come si esce? Solo che, uscendo dalla Madia, poi verrebbe – e mi ricollego alle ultime pagine – il problema per le concessioni. Verrebbe il secondo problema, perché poi, se si esce dalla Madia, ma se si rimane tutto in pancia come partecipata, partecipare a delle gare in concessione al centro per cento come partecipate, non so dove si andrebbe a finire. Ma questa è un'altra storia, scusate. La parola al Consigliere Marquis.

MARQUIS

Grazie, Presidente. Anch'io vi ringrazio per l'illustrazione perché è stata sicuramente molto utile per formarci un'opinione di quella che è la situazione aziendale. La mia domanda voleva essere un po' questa: tenuto conto che avete predisposto due piani, un piano di sviluppo e un piano, invece, base, che è più un piano più tranquillo sotto il profilo gestionale e anche il piano di sviluppo è un piano che non è particolarmente aggressivo rispetto a quello che abbiamo visto a livello di rappresentazione di quello che è il comportamento che hanno alcune società sul mercato, volevo porvi questo quesito: l'effetto di una possibile quotazione



sulla possibilità di disporre di risorse aggiuntive per poter sviluppare degli investimenti, perché, da quando il mondo è mondo, non è che i piani industriali delle aziende vengono sostenuti dalla liquidità del proprietario, del titolare, si ricorre sempre al debito, al mercato. Cosa cambierebbe per una società quotata rispetto ad una società che non è quotata, ma pure esclusa anche dal regime Madia nell'ambito dell'accesso al debito, cioè al credito?

CANTAMESSA

Allora, è evidente che una società quotata ha un livello di trasparenza e di visibilità anche sui mercati e di conoscenza da parte degli investitori che è ampiamente superiore ad una società che, invece, sia non quotata. Questo vuol dire che andare sul mercato a reperire risorse a debito, che questo avvenga sul canale bancario o avvenga con dei bond, non tanto per uscire dalla Madia, ma proprio semplicemente per accedere a queste risorse, rimane sicuramente facilitato. Si può premere sull'acceleratore? La risposta è sì, si può sicuramente fare. Anche il piano sviluppo, quello che abbiamo chiamato sviluppo, è un piano relativamente conservativo sia per la consapevolezza che questa è una società che adesso sta girando a quella velocità. Quindi non è che schiacci l'acceleratore e parte all'improvviso e sia anche perché è nel DNA di questa società ponderare gli investimenti con una certa oculatezza. Quindi non si è mai andati ad usare la liquidità perché c'è costi quel che costi l'impianto eolico tal dei tali. Qualche volta uno vede anche dei competitor incredibilmente aggressivi che si accontentano di rendimenti molto bassi, perché probabilmente a tutti i costi hanno da raggiungere gli obiettivi di svuotamento del budget. Questa è una società che questo non ce l'ha nella cultura, cioè si guarda sempre ovviamente il rendimento. Aggiungo un altro punto importante, è chiaro che lo sviluppo di una società ..., premere sull'acceleratore vuol dire sicuramente acquisire risorse finanziarie anche a debito e abbiamo spazio per farlo. (*Omissis*) È anche una questione di risorse umane, perché poi devi avere delle persone capaci di gestire questi soldi in un modo professionale e in un modo tale da essere persone affidabili, con un buon track record, capaci anche di muoversi laddove le opportunità ci sono. E qui il tema quotazione rientra pesantemente, perché qui uno dei punti è ..., sfrutto alcune battute che aveva fatto il Consigliere precedenza, che erano un po' delle staffilate a chi sta seduto da questa parte del tavolo. No, ma ci sta, ma ci mancherebbe, è pienamente diritto. Un'azienda che oggi è come è, trovatevi di meglio oggettivamente con i limiti e i compensi che ci sono, eccetera. In una società quotata probabilmente riuscite a trovare di meglio e se troverete di meglio rispetto alle due persone che sono sedute qua, ben volentieri, però una società non quotata farà fatica a prendere Presidenti e Amministratori delegati, ma anche CIF e X Officer di livello alto, perché è evidente che una persona, che ha una sua competenza, un suo network con la sua capacità di muoversi sul mercato, ha delle esigenze professionali che sono importanti. E in una società, come una CVA, controllata al cento per cento e assoggettata alla Madia, ma non ci pensa neanche a venire. Questo assolutamente.

NOGARA

Ci sono altre domande? Se non ci sono altre domande ... Scusa, Vesan, prego.



VESAN

Chiedo scusa. Ringrazio il Presidente e ringrazio a voi per la partecipazione come tutti e per la pazienza con cui periodicamente venite ad illustrarci le questioni relative a CVA.

La mia domanda è relativa alle tabelle per cui non ho osato interrompere durante l'esposizione, però mi sono segnato alcune cose per quello che riguarda il confronto con le altre imprese di settore, le altre multi utility. In alcuni casi il confronto riconosco che sia veramente difficile perché, pur essendo praticamente tutte multi utility, alcune hanno delle competenze decisamente lontane dalle nostre, tipo Ascopiave, che di fatto distribuisce e vende gas, vende anche energia elettrica, ma rispetto alla nostra è un indirizzo un po' vago. Però su queste tabelle, per quello che riguarda la tabella a pagina 7, dove ci sono i due scenari base e i possibili sviluppi di CVA sulla scorta di questo, la penultima colonna, quella relativa al Cagr e all'Ebitda, i valori prospettati sulla crescita del CVA sono molto più alti delle altre anche con lo scenario base. Lo scenario base sarebbe: "Restiamo vincolati dalla Madia e restiamo interamente pubblici". Mi chiedevo come mai questi valori fossero così alti comunque, anche rispetto ad uno scenario base e ad un quantitativo di investimenti proporzionalmente limitati rispetto all'Ebitda e rispetto alle altre società. E quindi per capire come mai, di fronte ad una prospettiva di crescita, che è il triplo del miglior risultato degli altri, noi siamo così preoccupati dal fatto di non essere competitivi. Grazie.

CANTAMESSA

Allora, il tema è fondamentalmente questo, questi sono piani industriali che sono ..., qualunque piano industriale è fatto per una molteplicità di stakeholder ovviamente. È fatto per lo stakeholder azionista evidentemente, è fatto anche per gli stakeholder esterni, se hanno modo di vederlo e in questo caso no. È anche fatto, ovviamente, per la struttura aziendale stessa. Allora, qui il ragionamento qual è? È stato quello di dire che, se lavoriamo nella modalità sfortunata di essere assoggettati ai vincoli, vogliamo stare fermi? La risposta è no, non vogliamo stare fermi, vogliamo comunque crescere e vogliamo farlo andando ad aggredire magari non tanti investimenti, perché non abbiamo modo di farlo, ma investimenti che siano abbastanza redditizi ed è un'asticella alta e, quando devo dire che l'abbiamo anche comunicata internamente, molti hanno detto: "Eh, chissà se ce la facciamo per davvero. Ma ti metto l'asticella apposta perché voglio che le strutture corrano". Poi mi rendo conto che è molto sfidante questo più 33%, però è un qualche cosa che è possibile fare. L'altro è relativamente più basso, se vogliamo, perché ... , più 60, esatto. Cioè il ragionamento ..., la forchetta non è molto alta. Il ragionamento è: non immaginiamo di poter fare faville anche fossimo liberi, per il semplice motivo che qui c'è un vincolo legato alla scala temporale in cui entrano in funzione gli investimenti. Quindi andando a tre anni questo più 58 ci sta, perché gli investimenti che uno diluisce nell'anno 1, 2 e 3, ben sapendo che, tra l'altro, l'anno 1 siamo ancora bloccati dalla Madia, oltretutto, è evidente che è poi nell'anno 4 e 5 che queste cose vengono fuori. Avremmo anche potuto dire: "Siccome dobbiamo portare questi piani industriali all'azionista, facciamogli vedere più 0% nel caso Madia e più 90 nell'altro



caso". Non ci sembrava di essere persone ..., non ci sarebbe sembrato di essere persone serie. L'abbiamo voluto costruire nel modo sfidante e ragionevole come si addice a degli amministratori che poi alla fine le cose le devono portarle a casa, dando i giusti obiettivi internamente all'azienda.

VESAN

Solo una piccola replica. Con Cagr in crescita con questi valori qui, il confronto rispetto alla tabella di pagina 5, in cui abbiamo rinnovabili pure quotate, multi utility quotate e multi utility non quotate, il tasso di crescita che noi ...

CANTAMESSA

C'è un errore materiale, chiedo scusa, non è il Cagr e il delta a tre anni.

DE GIROLAMO

Perché infatti una c'è una separazione.

CANTAMESSA

Okay? È il delta a tre anni.

DE GIROLAMO

Perché il Cagr ... Spiegalo tu.

CANTAMESSA

Il Cagr è la crescita annuale anno su anno. Quindi, se io faccio un Cagr del 10%, dopo tre anni io ho 1,1 per 1,1 per 1,1, cioè 1 e 34, cioè il 34%. Qui in realtà c'è un errore, non è il Cagr, ma è in realtà il delta complessivo.

DE GIROLAMO

È il delta, lo si vede nella slide 16.

CANTAMESSA

Esatto, chiedo scusa, qui c'è un errore materiale che abbiamo inserito. Fate 1,33 radice cubica e vi viene ...

DE GIROLAMO

Nella slide 16 sono declinati come variano gli Ebitda nello scenario base e scenario sviluppo. (*Omissis*) Invece il Cagr è vedere la crescita annuale media ponderata 2019/2020 e 2021.



VESAN

Ciò non toglie che il risultato del Cagr anno per anno del 10,1% è migliore delle pure multi utility quotate, che sono le migliori che abbiamo nel confronto di pagina 5. Questo è realistico, non è un errore, volevo solo essere sicuro. Nella situazione base. Grazie.

DE GIROLAMO

Provo a dare una spiegazione, Allora, questi dati noi li abbiamo presi dai piani industriali, Chiaramente il loro sviluppo è concentrato su una parte del loro business, che è molto più grande. Proprio perché non siamo molto confrontabili, lo sviluppo è su tutto quello che facciamo nell'azienda. Quindi probabilmente lo si nota di più in percentuale.

NOGARA

C'è ancora qualcuno che vuole fare delle domande? Se non c'è nessun altro, vi congedo e vi ringrazio per il lavoro che è stato fatto e per l'esposizione precisa che avete dato. Penso che probabilmente, non lo so, vedremo come Commissione, di convocarvi di nuovo più avanti prima della fine dei lavori della Commissione speciale. Grazie.

* * *

Alle ore 17.35 gli Ing. CANTAMESSA e DE GIROLAMO lasciano la sala di riunione e termina la registrazione degli interventi.

* * *

Il Presidente NOGARA comunica che martedì 15 gennaio p.v. la Commissione incontrerà il Presidente di FINAOSTA.

Chiude, quindi, la seduta alle ore 17.35.



Letto, approvato e sottoscritto

IL PRESIDENTE

IL CONSIGLIERE SEGRETARIO

IL FUNZIONARIO SEGRETARIO

Data di approvazione del presente processo verbale: 18 marzo 2019