**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 IN SEDUTA PUBBLICA N. 9 DEL 18/03/2019**

| | | |
|---|---|---|
| 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 | | (Delega VESAN) |
| RESTANO Claudio | | (Presente) |

Partecipano i Consiglieri LUCIANAZ, PULZ, DAUDRY, AGGRAVI, NASSO, BAROCCO e COGNETTA.

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

La riunione è aperta alle ore 09:05, ad Aosta, nella Sala Commissioni della Presidenza del Consiglio regionale, per l'esame del seguente ordine del giorno:

1) Comunicazioni del Presidente.

2) Approvazione dei verbali (sommari e integrali) delle riunioni n. 2 dell'08/01/2019, n. 4 del 22/01/2019, n. 5 del 29/01/2019, n. 6 del 05/02/2019, n. 7 del 12/02/2019 e n. 8 del 22/02/2019.

3) Audizioni finalizzate all'adozione delle determinazioni in relazione ai seguenti scenari: società interamente pubblica, società quotata in borsa o altre forme societarie:

**Ore 9.00** Prof. Maurizio DALLOCCHIO

**Ore 15.30** Prof. Nicola AICARDI

**Ore 17.30** Prof. Matteo DI CASTELNUOVO


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

* * *

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. 2159 in data 12/03/2019.

* * *

Alle ore 9.05 prende si procede alla registrazione degli interventi.

* * *

**COMUNICAZIONI DEL PRESIDENTE**

Il Presidente NOGARA fornisce alcuni chiarimenti in merito all'organizzazione odierna dei lavori.

**APPROVAZIONE DEI VERBALI (SOMMARI E INTEGRALI) DELLE RIUNIONI N. 2 DELL'08/01/2019, N. 4 DEL 22/01/2019, N. 5 DEL 29/01/2019, N. 6 DEL 05/02/2019, N. 7 DEL 12/02/2019 E N. 8 DEL 22/02/2019**

Non essendo pervenute osservazioni da parte dei Commissari, i verbali in oggetto si intendono approvati.

* * *

Il Consigliere VESAN, ritornando sul punto relativo alle Comunicazioni del Presidente, chiede se sia possibile inserire nel calendario delle audizioni previste per oggi anche quella dell'Ing. Roppolo.

Il Consigliere AGGRAVI ripropone la richiesta di audire le società che hanno espresso l'intenzione di addivenire ad un'operazione di alleanza o di interesse con CVA.

Il Consigliere LUBOZ chiede alla Commissione di valutare se non sia il caso di richiedere un prolungamento della scadenza del mandato assegnatole.

Segue un breve dibattito nel corso del quale il Presidente NOGARA ed i Consiglieri COGNETTA, RESTANO e MORELLI esplicitano le rispettive posizioni in merito alle suddette proposte.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

* * *

Alle ore 9.25 prende parte alla riunione il Prof. DALLOCCHIO e si procede alla messa in onda della diretta streaming della riunione.

* * *

**AUDIZIONI FINALIZZATE ALL'ADOZIONE DELLE DETERMINAZIONI IN RELAZIONE AI SEGUENTI SCENARI: SOCIETÀ INTERAMENTE PUBBLICA, SOCIETÀ QUOTATA IN BORSA O ALTRE FORME SOCIETARIE:**

***Prof. Maurizio DALLOCCHIO***

**NOGARA**

Buongiorno professor Dallocchio, le do il benvenuto a nome della Commissione e do anche il benvenuto a tutte le persone che in questo momento via streaming ci stanno seguendo e stanno seguendo questa Commissione speciale di CVA. Solo un paio di precisazioni prima di darle la parola. Precisazioni importanti per quanto riguarda questa Commissione. Nel 2016 con la legge regionale 24, all'articolo 27, comma 1, era stata autorizzata la quotazione in Borsa di CVA, sospesa con l'articolo 22 della legge 14, la legge di Stabilità del triennio 2019/2021. In seguito a questa sospensione, il Consiglio regionale ha votato una risoluzione che deliberava la costituzione di una Commissione consiliare Speciale, con l'incarico di procedere all'analisi delle determinazioni in merito ai seguenti scenari: società interamente pubblica, società quotata in Borsa o altre forme societarie. E di stabilire, quindi che, al termine del proprio operato, 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 di criticità. Prima di iniziare, non so se lei poi vuole iniziare, appunto con questo filmato, volevo dirle che è un'audizione interamente in streaming. Abbiamo già diversi Consiglieri che hanno iniziato a scrivere alcune domande, che le abbiamo trasmesso per poterle dare una traccia su come partire e su come spiegarci quello che intende presentarci e, se ci può fare la cortesia, prima di iniziare il suo intervento, di presentarsi lei come professore e la sua attività, la sua esperienza in questo settore. A questo punto non so se lei voglia prima fare una presentazione della sua persona e poi partire con quanto ci ha portato oggi, Direi che si può procedere in questo modo. Grazie.

**DALLOCCHIO**

La ringrazio molto, Presidente e ringrazio la Commissione per avermi dato il piacere di ascoltarmi questa mattina. Molto brevemente, il mio nome è Maurizio Dallocchio. Sono un frequentatore assiduo della Valle d'Aosta, per inciso sarei dovuto anche essere professore ordinario all'università della Valle d'Aosta quando divenni ordinario, poi per varie ragioni, in realtà, venni chiamato direttamente in Università Bocconi, dove sono anche adesso.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

Mi sono interessato come studioso di tematiche legate al funzionamento dei mercati e naturalmente all'accesso, alla quotazione in Borsa e a tutte le operazioni che sono prodromiche, prima dell'accesso e successive rispetto all'accesso al mercato regolamentato di Borsa. Sull'argomento ho anche scritto più di qualcosa. Da che esiste l'Università Bocconi, sono il professore che ha laureato largamente più studenti in laurea prima e laurea magistrale poi. Come persona, studioso e professionista al servizio delle istituzioni, ho ricoperto molti ruoli nell'ambito di società comunali, di società regionali e di società in generale partecipate dal pubblico. Sono stato, tra l'altro, Consigliere delegato alla quotazione dell'allora AEM di Milano, allora Azienda Energetica Municipale, adesso la conoscete come A2A dopo la fusione con l'equivalente di Brescia. Sono stato Vicepresidente dell'ATM di Milano, l'azienda dei trasporti e sono stato Presidente dell'azienda di trasporti di Monza. Da che esiste l'impairment test, mi occupo di impairment test nell'ambito delle società quotate e in particolare nel contesto energetico della Public Utility avendolo fatto per A2A, avendolo fatto per Acea, avendolo fatto per Edison. Diciamo che conosco il contesto anche per esperienze dirette e non soltanto per studi. Ho un'esperienza che è profondamente aziendale, per cui ho visto molti di questi che sono trasmessi e a chi mi anche preceduto nell'ambito di questa Commissione, che spesso hanno avuto una valenza profondamente di carattere giuridico, di carattere tecnico e di carattere amministrativo. Su questi temi non sono titolato a parlare come studioso, ho una qualche esperienza, per cui spero di potere in qualche modo, comunque, anche contribuire, se i quesiti in questa direzione dovessero essermi formulati. Io, come diceva il Presidente, sulla base anche delle domande che erano state formulate da parte di taluni dei membri della Commissione, ho fatto una presentazione che avrei, se fosse possibile, intenzione di passare in rassegna con l'idea poi, al termine della presentazione, di rendermi disponibile per qualsiasi tipo di quesito. Naturalmente anche con la possibilità, se lo riterrete, di interrompermi in qualsiasi momento, laddove non dovessi essere chiaro o magari dovesse esserci la necessità di qualsiasi tipo di approfondimento. Vedo che la presentazione è alle mie spalle. Posso magari invertire la posizione? Perché mi sarebbe particolarmente utile. Allora, Presidente, se foste d'accordo, inizierei la presentazione. Ripeto, avrei molto piacere di potere essere interrotto in qualsiasi momento giusto per chiarire se qualcuno degli aspetti che toccherò, non fossero adeguatamente evidenti o bene spiegati. Per cui prego i membri della Commissione di non esitare ad interrompermi in qualsiasi momento.

Dunque che cosa sia una quotazione in Borsa, credo che questa Commissione oramai sappia perfettamente. Ho voluto soltanto riportare, su questo primo lucido introduttivo, due parole che riguardano naturalmente l'istituzione della Borsa, che è un'istituzione del mercato regolamentato essenzialmente dove avvengono gli scambi di titoli. I titoli che sono quotati e noi conosciamo naturalmente le azioni e le obbligazioni, ma possono essere naturalmente quotati anche altre tipologie di titoli e probabilmente gli investitori conoscono soprattutto le opzioni e probabilmente gli ETF. Il mercato azionario si spacca in due: un mercato azionario primario, è quello dove hanno accesso inizialmente soprattutto le azioni di società che vengono quotate. Il mercato secondario è il mercato che viene alimentato da tutte le società quotate. Per cui primario primo accesso, secondario tutti gli altri titoli. Naturalmente


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

l'andamento del mercato viene misurato e si possono guadagnare o si possono perdere denari nel mercato borsistico e mi riferisco in modo particolare al mercato azionario, che per sua natura è piuttosto volatile quanto a prestazioni nel tempo. Evidentemente ci sono degli indicatori sintetici, che vengono chiamati indici di Borsa, che rappresentano la performance, la prestazione in positivo o in negativo di tutte le società che sono quotate o all'interno del mercato nel suo complesso o di particolari segmenti e di questo ci occuperemo tra poco. Che cosa fa la Borsa e perché esiste la Borsa? La Borsa anzitutto vigila sul corretto funzionamento delle negoziazioni. Naturalmente definisce le condizioni per potere avere accesso al mercato di Borsa e ai mercati regolamentati in generale. Definisce i requisiti e le procedure, per cui gli intermediari …, ricordo non tutti noi siamo abilitati ad operare in Borsa, io non posso farlo direttamente. Se voglio comprare o vendere dei titoli, sono necessitato, mi è richiesto di andare presso un intermediario, che è abilitato a fare quell'operazione e necessariamente la Borsa determina le caratteristiche degli intermediari che sono abilitati a negoziare sul mercato borsistico. Infine, naturalmente, gestisce l'informazione che le società quotate veicolano ai mercati. Una brevissima storia e un'evoluzione. Pensate la Borsa nasce nel 1800, per l'esattezza nel 1808. A sua volta, la Borsa Italiana viene privatizzata. Nel corso del 1998, viene privatizzata e resa autonoma rispetto alle autorità centrali e governative che fino ad allora ne avevano disegnato e alimentato le caratterizzazioni. È importante sottolineare che dal 2007 la Borsa Italiana fa parte del London Stock Exchange, per cui è un operatore internazionale, non è più un operatore esclusivamente domestico e quello che voi vedete nella parte inferiore di questo lucido, sono una serie di eventi che hanno portato nella Borsa Valori, come si definiva una volta, nella Borsa Valori di Milano, adesso Borsa Italiana, tutta una serie di funzioni che fanno sì che in realtà il mercato dei titoli sia il mercato della Borsa Italiana di tutti i titoli e ricordo anche dei titoli di Stato naturalmente con l'acquisizione della MTS, il Mercato dei Titoli di Stato che ha avuto luogo nel 2005 e che ha portato la Borsa anche dimensionalmente, come poteste facilmente capire, a crescere significativamente quanto a negoziazioni. Vi ho portato sulla Borsa Italiana soltanto tre mercati di riferimento. Potrebbero essere molti di più e anche quanto a segmenti di più, ma semplicemente perché sono quelli che per CVA sono di maggiore interesse.

La Borsa Italiana si articola su più mercati. Il più ampio è il Mercato Telematico Azionario, l'MTA. Il Mercato Telematico Azionario è un mercato regolamentato da parte proprio di Borsa Italiana, dove essenzialmente si svolgono le compravendite di tutti i titoli azionari. All'interno una delle caratteristiche più importanti dell'MTA, del mercato dei tioli azionari, una delle funzioni più importanti è quello di garantire liquidità ai titoli. La parola "liquidità" merita probabilmente qualche spiegazione. Un titolo è liquido quando è facilmente acquisibile e vendibile a condizione, come si dice in gergo, di economicità. E con l'espressione "a condizione di economicità" è molto importante. Se vogliamo vendere una …, ho una casa in Provincia di Alessandria, a Caldirola, che era una stazione sciistica quando il riscaldamento globale consentiva ancora di sciare a mille metri. A Caldirola, avendo una piccola casetta, se volessi venderla domani mattina, supponiamo che il suo valore oggettivo sia 80 mila euro, se volessi ottenere 80 mila euro non li otterrei mai, perché


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

è un mercato completamento illiquido, nel senso che non c'è nessuno che voglia comprare una casetta a Caldirola, Provincia di Alessandria, ancorché ben tenuta. Per cui ragionevolmente, se volessi vendere rapidamente quella casetta, dovrei accettare di venderla a 40, a 30, a 50 mila euro, non lo so, perché il mercato di quel bene è illiquido, non c'è domanda e non c'è offerta. Il mercato dei titoli azionari è un mercato liquido, perché consente a tutti gli operatori, in qualsiasi istante, di comperare o di vendere, essendo il mercato visibile, trasparente e regolamentato. Quel mercato dà alta liquidità ai titoli che sono presenti. Nell'ambito dell'MTA un segmento importante è il cosiddetto Star. È il segmento forse più qualificato e più importante. Raggruppa le imprese con capitalizzazione da 40 milioni, per cui sostanzialmente per una società piuttosto piccola, se vogliamo, per una società quotata naturalmente. Quando si parla di capitalizzazione l'espressione è gergale e vuole dire: "Il valore di mercato complessivo di quella società". Se volete, il prezzo di un titolo moltiplicato per il numero complessivo delle azioni, quello è il concetto di capitalizzazione. Da 40 milioni ad un miliardo e con un flottante richiesto almeno del 35%. È importante l'espressione "flottante" perché capisco che ci sono molti interessi da parte della Commissione proprio rispetto alle possibilità del mercato di invadere la sfera di azione della Regione e di Finaosta con un'azione aggressiva, magari di acquisizione ostile. Perché un'acquisizione ostile possa avere luogo, è necessario che il flottante, che vuole dire, il numero in percentuale sul totale delle azioni, che sono liberamente negoziabili perché non sono nelle mani di qualcuno stabilmente. Per cui quando si dice. "Il 35% di flottante", vuole dire che l'emittente, supponiamo CVA, deve immettere sul mercato, la forma la vedremo dopo, almeno il 35% del totale delle azioni. Questo 35% naturalmente rappresenta una minoranza rispetto al cento per cento, che rappresenta la totalità delle azioni. Vedremo dopo se sia possibile, ma vi preannuncio di no, che chiunque intraprenda un'azione aggressiva su un 35%, pensando di mirare ad una maggioranza. Se c'è un flottante solo del 35%, dico subito che questo non è possibile. Ci sono altri due mercati che porto alla vostra attenzione, ma più per cultura generale che per interesse specifico su CVA, il primo è il mercato degli Investment Vehicles, il mercato dei veicoli di investimento, MIV. In questo periodo molti di voi avranno sicuramente sentito parlare di Spac, che sono società specificamente costituite per realizzare un'acquisizione e un'aggregazione. Le Spac sono quotate qua. Alcuni fondi di Private Equity quotati sono quotati qua. I fondi immobiliari quotati, sono quotati in questo mercato. È un mercato molto più piccolo, molto più piccolo della MTA. Ancora più piccolo è il mercato cosiddetto alternativo del capitale. L'espressione è AIM. AIM è un acronimo inglese e sta per Alternative Investment Market. Questo è un mercato dove vengono quotate le piccole società, molto piccole e sta avendo in questo periodo un successo particolare non tanto dimensionalmente, lo vedrete ha una dimensione piuttosto modesta complessivamente, ma come numerosità di aziende semplicemente perché avrete in mente lo sviluppo dei PIR, i Piani di Investimento del Risparmio, che hanno certamente consentito a molte piccole, piccolissime aziende di trovare un mercato e un interesse da parte di investitori, che sia andato a veicolare proprio sull'AIM, che in questo momento ha più di cento aziende quotate ed è un mercato sicuramente ricettivo per gli investimenti di investitori di piccole, piccolissime dimensioni. Ho riportato le dimensioni della Borsa Italiana complessiva alla


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

data del 6 marzo. Come potete osservare le società quotate sono circa 350 e per l'esattezza 353 e la capitalizzazione, ovvero sia il valore di tutte le imprese quotate al 6 marzo, se le mettiamo insieme è di circa 601 miliardi di euro. 601 miliardi di euro, all'incirca un terzo del prodotto interno loro del nostro paese. Ricordo che in paesi economicamente più sviluppati, finanziariamente più sviluppati del nostro, si arriva anche ad avere capitalizzazione di Borsa. Negli Stati Uniti, ad esempio, sono molto superiori rispetto al Prodotto Interno Lordo. Per cui il nostro è un mercato ancora sicuramente…

**NOGARA**

Mi scusi se la interrompo, è un errore lì 602 milioni di euro?

**DALLOCCHIO**

No, 600 mila e 542. Per cui sono 600 miliardi.

**NOGARA**

600 miliardi.

**DALLOCCHIO**

600 miliardi. All'MTA, che è largamente il mercato più importante, sono quotate 238 società, la capitalizzazione di 594 miliardi di euro, cioè circa il 99% del totale della capitalizzazione, mentre all'AIM sono quotate tante società, perché sono 115, ma come vi dicevo società molto piccole e la loro capitalizzazione è circa l'1,2% del totale. Per cui è ancora poca roba. Ho segnalato lo Star, perché mi pare di capire che a questo segmento CVA sia interessato, le società sono 72 per una capitalizzazione di circa 34 miliardi complessivi. Accennavo in apertura che per l'andamento dei titoli è necessario avere un'idea con riferimento ai segmenti in cui questi titoli sono quotati. Il segmento, che poi il segmento è improprio, perché si tratta di 40 titoli più liquidi. Diciamo la componente forse più rilevante delle società quotate è il cosiddetto Fuzzi Mib FTSE. Vi ricordo che Borsa Italiana è in realtà un pezzo di London Stock Exchange e FT sta per Financial Time. Per cui quando leggete il Fuzzi FTSE, vuole dire: indice di andamento delle prime 40 società più importanti, più liquide, misurate dal Financial Times ed è per questo che c'è questo indicatore che poi viene richiamato in realtà sostanzialmente in tutti i segmenti. I Fuzzi MIB sono i 40 titoli più importanti quanto a capitalizzazione e a liquidità. Subito dopo c'è il Fuzzi Italia Mid Cap, sono le prime 60 azioni dopo le prime 40 e per cui arriviamo a 100. Sono quelle immediatamente successive. E poi ci sono le Small Cap, sono tutte le altre. Small perché sono tendenzialmente, pure esse quotate, sono società piccole o comunque più piccole rispetto alle Mid Cap e alle prime 40. Poi c'è l'indicatore dell'All-Share, cioè di tutte le azioni e questo è un indice dell'andamento di mercato complessivo. C'è l'indicatore dell'andamento del segmento Star, che vi ricordo era quello tra 40 milioni e un miliardo e poi c'è l'EIM, che è l'indicatore del mercato più piccolo, più limitato dimensionalmente quanto a tipologie di imprese che vi hanno accesso. In questo lucido io ho riportato un grafico molto semplice, nel quale ho identificato le fonti di finanziamento, alle quale le imprese in


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

generale possono avere incesso, l'indebitamento, l'aumento di capitale da parte dei soci e della proprietà esistente, la Borsa o il Private Equity. Non ho inserito, ma potremmo inserirlo qui all'interno, un aumento di capitale destinato ad investitori che siano magari dello stesso settore dell'impresa che ha fabbisogno di capitale e che possano magari integrarsi con un effetto di un aumento di capitale specifico e destinato. Potremmo essere, comunque, all'interno di questa componente del mio grafico. Ho riportato, molto sinteticamente sul fronte delle azioni e sul fronte della modalità di raccolta, un differenziale fra chi vuole avere accesso in Borsa e chi vuole, invece, fare un'operazione privata. Operazione privata che si può fare o con un portatore di capitale a titolo finanziario, tipicamente si chiama Private Equity o con un operatore anche di natura industriale. È pur sempre un'operazione di natura privata. Si dice privata perché non è pubblica, mentre un'operazione di Borsa è un'operazione pubblica perché si ha accesso al mercato, ai denari del pubblico. È importante dire: denari del pubblico e non denari pubblici. Per cui qua è un po' una retroversione dall'inglese. In inglese public vuole dire …, non vuole dire pubblico inteso come lo intendiamo noi, ma denari del pubblico. Naturalmente se uno emette delle azioni in Borsa l'idea è quella di andare con un orizzonte di lungo, lunghissimo periodo. Rimanere in Borsa per un periodo prolungato, avere la possibilità di fare raccolta anche in momenti successivi, per cui in un certo momento si immettono sul mercato delle azioni, ma poi si ha la possibilità di rifarlo sistematicamente laddove ve ne dovesse essere la necessità. Si ha, ovviamente, un orizzonte che deve essere coniugato con una gestione aziendale particolarmente qualificata e competente. È impossibile avere accesso al mercato di Borsa se un'azienda è gestita in modo non trasparente, in modo non manageriale, in modo non particolarmente competente perché la Borsa la rifiuta immediatamente. La rifiuta vuole dire due cose, la rifiuta, da un lato, perché comunque non darebbe accesso il mercato di Borsa ad un'azienda non qualificata, ma anche la rifiuterebbe molto semplicemente scontando un prezzo di collocamento, che sarebbe basso rispetto al valore potenziale della società. Naturalmente in un'operazione privata non c'è necessariamente un orizzonte di lungo periodo, non c'è necessità di qualificazioni e di trasparenze, semplicemente perché un'operazione privata, consentitemi l'espressione, se volete, un po' volgare, ma è vista e piaciuta. Per cui così com'è è oggetto della transazione. Perché quotarsi? In questa presentazione, lo vedrete nella seconda parte, ho cercato di portare quanti più numeri possibili per giustificare molte domande che ho visto ricorrenti all'interno della Commissione e spero qualcuna di queste di averla già orientativamente coperta. In linea di principio ci si quota per finanziare la crescita. Non ha senso quotarsi semplicemente per immettere sul mercato delle azioni. Non è quella la finalità. La finalità è di generare condizioni per poter crescere. Tanto è vero, lo vedete in questa parte sulla destra del mio lucido, le imprese quotate sono caratterizzate da elevati tassi di sviluppo che la quotazione aiuta a mantenere nel tempo. Vedete il fatturato, e questo è un campione, il campione totalitario di tutte le aziende quotate dal 2006 fino al 2018. Il fatturato cresce pre quotazione del 22% annuo e del 18% dopo a fronte di un dato medio complessivo del 7%. Per cui sostanzialmente le imprese che si quotano crescono di più delle imprese che non si quotano. Inoltre quattro imprese su cinque dichiarano che senza la quotazione il tasso di sviluppo aziendale sarebbe stato inferiore rispetto a quello che hanno sostenuto. Ripeto


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

nuovamente, il campione è un campione totalitario, cioè tutte le società che si sono quotate dal 2006 fino al 2018. Inoltre il 40% delle risorse raccolte in sede di IPO, Initial Public Offering, è un'espressione tecnica e vuole dire momento in cui si fa l'offerta pubblica al mercato. IPO sta proprio per questo. Sono destinate all'attività di crescita per linee esterne, vuole dire destinate a fare acquisizioni. I soldi che potenzialmente le società quotande incamerano o incamereranno per successivi aumenti di capitale, per il 40% sono destinate a fare delle acquisizioni. Il 70% delle imprese effettua almeno un'acquisizione e mediamente si osservano dopo la quotazione quattro acquisizioni per impresa. Per cui storicamente, analizzando il comportamento delle imprese quotate, si vede che le imprese quotate perfezionano operazioni di acquisizione all'esterno. Naturalmente va anche detto che in corrispondenza dell'accesso al mercato azionario, le imprese effettuano significativi investimenti. Il tasso di investimento annuo passa dal 15% pre quotazione, 15% del valore totale degli investimenti esistenti, reinvestiti ogni anno, al 23% negli anni successivi. Per cui le imprese che fanno quotazione, in linea di principio sono imprese che vogliono crescere sia internamente, aumentano gli investimenti, sia esternamente facendo acquisizioni, perché quotarsi, questa è una lista ampia … Ovviamente una società quotata ha più fonti di finanziamento. Vedevo recentemente CVA le sue acquisizioni di risorse sono prevalentemente a titolo di debito e prevalentemente a titolo di struttura bancaria in senso stretto. Ho visto ancora nel 2018 un incremento di 200 milioni del totale dell'indebitamento per effetto di un'operazione condotta con San Paolo IMI, Intesa San Paolo, parlo ancora al passato. San Paolo IMI non c'è più. Con Intesa San Paolo e si tratta naturalmente di finanziamenti totalmente sostenibili, ma finanziamenti molto tradizionali, finanziamenti bancari in senso stretto. Naturalmente consolidare la leadership nel settore di appartenenza, per cui mettere la mano sul tavolo dicendo: "Sono qui?" Dare liquidità al capitale aziendale, ottenere maggiore prestigio a livello internazionale. Una società quotata è una società riconosciuta internazionalmente come particolarmente qualificata e (attrae) risorse qualificate, anche risorse umane evidentemente qualificate, in un mercato che è sempre più competitivo. Due sono le forme e potrebbe essere di più, per la verità, ma due quelle che ho selezionato per il processo di quotazione: l'offerta pubblica di sottoscrizione e l'offerta pubblica di vendita. Nel caso dell'offerta pubblica di sottoscrizione c'è un aumento di capitale della società che si va a quotare e il mercato sottoscrive l'aumento di capitale con l'offerta pubblica di vendita, che mi pare di capire che sia quella che, invece, riguarda specificamente CVA. Con l'offerta pubblica di vendita, invece, si mettono sul mercato delle azioni che sono già nel portafoglio dell'azionista di riferimento e in questo caso evidentemente di Finaosta. Poi si può destinare l'offerta pubblica di sottoscrizione o un'offerta pubblica di vendita ad investitori istituzionali e/o ad investitori retail. Vi devo dire nella mia esperienza non è esiste quotazione che non sia fondata sugli investitori istituzionali. L'investitore retail normalmente è sempre un'integrazione che viene a latere del processo di allocazione fondamentale, che è sugli istituzionali. Ricordo gli istituzionali sono banche, fondi pensioni e compagnie di assicurazioni, tutti coloro che istituzionalmente per loro missione fanno attività di investimento. Ho segnato, ma non li passo neppure in rassegna, li lascio soltanto come documenti per la Commissione, alcune tipiche tipologie di


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

costo nei quali si incorre nel momento in cui si decide di fare una quotazione. Anzitutto normalmente si sceglie uno sponsor, uno sponsor finanziario, che è il soggetto che accompagna alla quotazione la società quotanda. La società di revisione deve fare il suo mestiere. Tra l'altro in molti casi è necessario dotare degli standard internazionali, non all'AIM, ma per esempio all'MTA gli standard, il linguaggio contabile che le aziende devono parlare è un linguaggio contabile internazionale. Non ci sono i principi contabili italiani, ma ci sono i principi contabili internazionali che debbono essere adottati. Il sistema di pianificazione e controllo deve essere adeguato. Il sistema di controllo di gestione deve essere adeguato. Vi deve essere un piano industriale. Quando andate a cercare soldi dagli investitori dovete dire perché volete quei soldi ed evidentemente il perché è proprio contenuto nel piano industriale. D'altra parte è naturalmente importante che ci sia un'adeguata trasparenza informativa. Una società quotata è una società estremamente trasparente perché deve in particolare prestare attenzione a tre livelli. Come dicevo prima, nel comunicare il proprio piano industriale non si può pensare di andare sul mercato senza condividere con il mercato dove la società vuole andare nei prossimi anni. E questo è il concetto di piano industriale. Il secondo livello è che naturalmente tutti quegli eventi e tutte quelle condizioni interne ed esterne, che potranno avere un'influenza sull'andamento del titolo, dovranno essere oggetto di trasparente comunicazione al mercato. Si parla di eventi i cosiddetti price sensitive. Eventi che hanno una sensibilità che si riflette sul prezzo. Evidentemente la decisione di mutare l'amministratore delegato, piuttosto che il fatto di ottenere o di perdere una concessione piuttosto che la decisione di investire acquisendo un'azienda all'esterno, sono tre tipologie di eventi che hanno sensibilità diretta sul prezzo e tutte queste informazioni vanno tempestivamente condivise con il mercato per poter consentire, nell'ambito della società quotata, a tutti gli investitori e non soltanto all'investitore di riferimento, quello che eventualmente avesse ancora il 65%, di potere esercitare un potere di indirizzo senza che tutto il mercato ne sia direttamente coinvolto. Da ultimo e a terzo, come terzo argomento, c'è il tema delle persone rilevanti. Si chiamano persone rilevanti gli amministratori, i direttori, i membri del Collegio Sindacali, tutti coloro che hanno un'influenza rilevante sulla condotta e sulla perfomance della società quotata. Naturalmente c'è un tema di insider trading. L'espressione, pure essendo anglosassone, è nota a tutti. Insider trading è qualsiasi attività che partendo da un'informativa privilegiata, consente a qualcuno di ottenere dei vantaggi personali, che non sono condivisi con il mercato. Evidentemente in una società privata chi se ne importa, in una società pubblica e quotata comportamenti di vantaggio proprio e di svantaggio magari per altri sono evidentemente sanzionati.

Per cui si tratta di una tipologia di società particolarmente trasparente. I costi fissi e i costi variabili. Li ho separati in questo modo, i costi fissi sono essenzialmente, indipendente dalla dimensione della società che si quota e dalla dimensione, dalla percentuale delle azioni che vengono offerte. Sono i costi per la preparazione della società da parte dei consulenti e dipendono essenzialmente dalla complessità aziendale. Ora preparare una società multiutility, come questa, che è presente nel settore idroelettrico della produzione, nel settore della distribuzione, nel settore della vendita e nel settore delle altre energie rinnovabili, è


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

certamente più complicato di quanto non sia preparare alla quotazione una società, io l'ho fatto recentemente, che produca pentole. È evidente che la complessità plurisettoriale della società presenta una serie di elementi distintivi che rendono sicuramente complesso il processo di quotazione. Fra l'altro ho fatto un'analisi e lo vedremo dopo, pensate l'ultima multiutility quotata in Italia è stata quotata nel 2014. Per cui, se doveste decidere di quotare CVA, dal 2014 sarebbe la prima grande multiutility che avrebbe accesso al mercato. I costi variabili sono banali e sono tutti costi che sono variabili in funzione della dimensione del collocamento. Tipicamente, come sapete, una percentuale del valore delle azioni che viene quotata, viene trasferita come percentuale trasparentemente dichiarata al global coordinator, che è colui o colei che si occupa fisicamente del collocamento presso gli investitori dei titoli che vengono emessi. Dei valori totalmente orientativi, anche perché non tengono conto delle dimensioni assolute e ritengo che questa potrebbe essere una quotazione quanto a valore complessivo di capitalizzazione di Borsa non molto distante dal miliardo di euro quanto a valore. Per cui valori assolutamente orientativi. Vedete tra i costi diretti, i costi del Consorzio di Collocamento vanno normalmente dal 2 al 4% del valore collocato. Le spese legali sono normalmente intorno al mezzo milione, ma anche di più nella mia esperienza. Le spese di comunicazione possono andare da 50 a 100 mila euro. La società di revisione, che prepara, può arrivare anche a 500 mila euro. Il roadshow, ovvero sia l'attività di viaggio tendenzialmente anche il tutto il mondo se vorranno gli sponsor e i global coordinator andare a fare promozione della società, anche presso investitori internazionali può cubare 50/100 mila euro. Vi sono altri costi per una cinquantina di migliaia di euro e poi i costi indispensabili, i costi di Borsa Italiana e i costi di Consob, che peraltro complessivamente non rappresentano valori particolarmente significativi. Voglio segnalare una cosa, questo per completezza informativa è importante riferire a questa Commissione. Piuttosto consistenti sono i costi indiretti annui. Una società quotata ha degli obblighi di informativa che la rendono sicuramente, sotto il profilo del costo, costosa in termini di responsabilità e di trasferimento al mercato delle informazioni. Una società privata non ha obblighi essenziali di informativa. Una società quotata ce li ha e ce li ha anche in termini di tempestività di trasferimento delle informazioni, il che comporta necessariamente la presenza di costi addizionali rispetto ad una società privata, pensate soltanto a colui che si occupa obbligatoriamente, se siete nelle MTA e nello Star delle relazioni con gli investitori. Pensate a qualcuno che si occupa di firmare il bilancio ed è un responsabile che porta delle responsabilità civili e penali nei confronti del mercato. Per cui nei confronti dei terzi che si fidano dei numeri che la società veicola. Pensate a tutta una serie di costi di governance sui quali andremo fra poco e queste sono componenti di costo che la società quotata deve essere certamente pronta a sostenere. Naturalmente, come è ovvio che sia, la società ha già sostenuto dei costi ad oggi per prepararsi, ma questo non deve stupire semplicemente per il fatto che naturalmente per arrivare alla decisione poi di sospendere la quotazione, si è partiti dalla decisione di quotare la società. E questo evidentemente ha comportato il sostenimento di una serie di costi in preparazione della quotazione, che vi debbo dire in parte sicuramente non andrebbero perduti, laddove la società dovesse decidere di procedere ulteriormente nel mercato sul percorso della quotazione. Sulla corporate governance due parole proprio, due


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

parole rapidissime. Una società quotata, fra le altre cose, deve avere due caratteristiche. La società quotata deve avere dei rappresentanti e degli azionisti di minoranza in Consiglio di Amministrazione e nel Collegio Sindacale. Per cui è necessario – poi lo vedremo in che numero e in che misura – prepararsi a dare il benvenuto ai rappresentanti in Consiglio e in Collegio Sindacale delle minoranze. In secondo luogo una società quotata è bene che adotti il cosiddetto modello di corporate governance, di governo societario delle società quotate. Attenzione, si tratta di un modello che non è obbligatorio, non è una legge che imponga di adottare un certo tipo di sistema di governo. Sono una serie di principi, quello che venne dalla Commissione Preda agli inizi degli 2000 ha stabilito un insieme di principi ai quali si può volontariamente aderire. È chiaro che una società come CVA mai e poi mai idealmente potrebbe non aderire ai principi di governo societario, che sono espressi all'interno di questo documento. Per cui sarebbe necessario innanzitutto costituire dei comitati interni al Consiglio di Amministrazione, tipicamente il Comitato Controllo e Rischi, il Comitato per le operazioni con le parti correlate e il Comitato Nomine e Remunerazioni. Sono tre comitati che tipicamente le grandi società quotate hanno e che hanno ruoli anche molto importanti. Spesso e volentieri assumono non decisioni, perché questi sono comitati consultivi, ma assumono posizioni che poi vengono trasferite al Consiglio di Amministrazione, che generalmente è difficile che possa dire: Mi disinteresso di quello che il Comitato Controllo e Rischi ha detto evidentemente. Per cui hanno valore consultivo, ma hanno anche un forte valore di influenza rispetto alle decisioni del Consiglio di Amministrazione. Vi ho portato sei esempi di società quotate multi utility giusto per le vostre note. Qui nella struttura di questa mia presentazione vi ho riportato il modello giuridico, i sistemi di controlli interni, i vincoli di statuto al possesso e al voto di azioni, l'attuale assetto proprietario, attuale vuole dire marzo 2019, la struttura societaria e il modello organizzativo. La struttura societaria e il modello organizzativo li lascio alla vostra lettura. Mi piace soltanto sottolineare alcune caratteristiche di alcune società. Conosco particolarmente bene A2A, che è l'unica che ha un sistema dualistico. Sistema dualistico che vuole dire che ci sono due Consigli, un Consiglio di Gestione e un Consiglio di Sorveglianza. Per cui non sono due Consigli di Amministrazione. Il Consiglio di Sorveglianza sta sopra al Consiglio di Gestione. Il Consiglio di Gestione è operativo, il Consiglio di Sorveglianza lo dice il nome stesso, sorveglia che il Consiglio di Gestione faccia bene. Il sistema dualistico non ha avuto grande successo in Italia, ancorché la legge lo preveda e se vi debbo dire quando nasce, è poco più di un gossip, per cui vi prego prendetelo in questo modo, è poco più davvero di un pettegolezzo, ma quando negli anni fra la fine del '90 e i primi anni del 2000 le grandi banche italiane si fondono, il sistema dualistico consente ai Presidenti e agli amministratori delegati di rimanere separatamente in due vertici: il Consiglio di Gestione e il Consiglio di Sorveglianza. Dovervi dire che avessero veramente un valore operativo forte, gli uni sugli altri … Ad esempio in Germania il sistema dualistico è molto forte ed è molto presente. In Italia non ha avuto successo, tanto è vero che l'unica società delle quali vi parlo, che ha un sistema dualistico, con un Consiglio di Gestione e un Consiglio di Sorveglianza è A2A. Naturalmente i controlli interni seguono – non lo leggo neppure – la legge per tutti e per cui c'è un Collegio Sindacale ovviamente laddove è previsto. Ci sono una serie di comitati, ma


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

questo è perché semplicemente il codice di autodisciplina, che prima vi citavo, lo prevede. Attenzione, nel caso di A2A c'è un divieto di possesso di una quota maggiore del 5% del capitale sociale. Nessuno lo può possedere. Non è vero è improprio, chiunque lo può possedere, ma non potrà esercitare il diritto di voto. Per cui io compro domani mattina sul mercato il 10% di A2A, lo posso fare, prendo i dividendi in misura pari al 10%, se quella è la quota che posseggo, ma voto solo per il 5%. Queste restrizioni al diritto di voto sono presenti praticamente in quasi tutte le società multi utility quotate. Vedete nel caso di Acea è la stessa cosa. Il divieto di possesso di una quota maggiore dell'8% del capitale sociale, naturalmente ad eccezione del Comune di Roma come qua era Brescia e Milano e voi vedete che però Gas De France Suez ha il 23%. Il 23% vuole dire: esercita voto e ha rappresentanti in misura dell''8%, percepisce dividendi in ragione del 23%. Questo è ciò che succede nel caso di Gas De France in Acea. Vedete che A2A ha un flottante del 46%, mentre il flottante di Acea è soltanto del 21%, 20,7%. Non vi annoio con le altre società che ho riportato, vedete Acsm Agam e Ascopiave. Vi segnalo che per Ascopiave non c'è nessuna restrizione alla circolazione delle azioni. Per cui non c'è un limite massimo al possesso per l'esercizio del diritto di voto. I flottanti sono piuttosto limitati, vedete il 24% e circa 29% sono più elevati nel caso Hera e di Iren. Vi segnalo che non c'è nessuna restrizione su Hera, mentre nel caso di Iren le azioni …, c'è una differenziazione in modo particolare perché il 51% delle azioni non di risparmio, attenzione rammento, azione di risparmio diverse da azioni ordinarie. Le società quotate possono emettere diverse tipologie di azioni, fra queste l'azione ordinaria è la tipica azione che tutti conosciamo. Si chiama, appunto, ordinaria non a caso, mentre l'azione di risparmio è un'azione che ha un diritto di voto limitato, per cui l'azione di risparmio non ha diritto di indirizzo, non ha diritto di influenza strategica, ma ha diritto di percepire, proprio perché è limitata nell'esercizio dei suoi diritti rispetto all'azione ordinaria, ha diritto invece di ricevere più dividendi. Per cui ha un privilegio nella remunerazione. Questo è il senso dell'azione di risparmio. Nel caso di Iren, come potete vedere, il 51% deve essere, comunque, nelle mani di Enti Pubblici, anche se non ci sono limitazioni specifiche alla circolazione e al possesso delle azioni. I benefici tipici di una quotazione sono, credo, evidenti a tutti. Ne ho già parlato in precedenza. Voglio solo sottolineare due temi, che forse non ho ancora sottolineato, il primo: vi è la possibilità di monetizzazione parziale dell'investimento per l'azionista di controllo. Evidentemente quando anche lo Stato italiano, che in questo momento ne sta parlando diffusamente di cedere quote di società partecipate con l'intento di incassare, per cui di raccogliere risorse che servono al funzionamento complessivo della macchina statale. Per cui vi è la possibilità di monetizzazione, vi è naturalmente una possibilità di realizzare operazioni finanziarie sui titoli. Mi spiego, nulla vieta che domani una società quotata o CVA quotata, possa utilizzare le proprie azioni per pagare un'acquisizione. Per cui nel momento in cui una società è quotata, ha in mano una modalità di pagamento, che è liquida, per quello che dicevo in apertura questa mattina e con la liquidità, che è resa disponibile dal fatto che le azioni sono quotate, può anche perfezionare delle operazioni di acquisizione con pagamento in azioni. Se voi guardate in questo periodo forse l'operazione più grande di acquisizione e fusione, che si è avuta sul mercato, è l'operazione di Disney che ha comprato Fox. Fox è stata pagata in parte in cassa e in parte


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

con azioni di Disney. Questa è una tipica operazione importante, sono 75 miliardi di dollari. È un'operazione che è stata finanziata in parte con risorse contanti e in parte con titoli della società che si è acquisita la Fox. Ho messo anche una componente di rischiosità. Forse rischio è una parola impropria, diciamo le incombenze che fanno capo a chi decide di quotarsi. Un obbligo ovviamente di adempiere a maggiori oneri informativi, su questo ho già detto diffusamente. Ovviamente è necessario distinguere il patrimonio dell'impresa da quello degli azionisti di controllo. Ho notato che vi è stato un finanziamento recente da parte di CVA a Finaosta. Un'operazione di questo genere si chiamerebbe operazione con parte correlata. È ovviamente una parte correlata Finaosta rispetto a CVA semplicemente perché ne è l'azionista di riferimento. Il concetto di operazione con parte correlata andrebbe assolutamente assoggettata all'approvazione del Comitato per operazioni con parte correlata, andrebbe assoggettata al giudizio del Collegio Sindacale e naturalmente questa è un'operazione che potrebbe essere accettata o potrebbe non essere accettata. Questo va tenuto naturalmente presente perché la distinzione del patrimonio fra l'azionista, soprattutto l'azionista di controllo e quello della società, è una distinzione che il mercato guarderà con particolare attenzione. Naturalmente è necessaria una politica dei dividendi, naturalmente è necessario sottoporre al mercato l'andamento aziendale. Naturalmente è possibile che ci siano dei terzi estranei rispetto agli azionisti attuali, che si ineriscono nella gestione aziendale. Anzi non è probabile, è certo, nel senso che il Consiglio di Amministrazione avrà dei rappresentanti terzi che saranno rappresentanti dei soci di minoranza e rappresentanti indipendenti. Per cui è naturale che ci sia un interesse di terzi nella gestione della società e naturalmente ci sono dei costi di quotazione e di permanenza sul mercato. I requisiti sostanziali e i requisiti formali per la quotazione. I requisiti sostanziali CVA li ha tutti, i requisiti formali dipendono dal mercato al quale si accede. Tendenzialmente i requisiti formali sono di governance in primo luogo, come ci siamo detti un istante fa, di modalità di stesura del bilancio e naturalmente, se volete, di dimensione complessiva, ma questo non è un tema. Ho riportato, per le vostre note e non voglio certo entrare nei dettagli, i requisiti formali di accesso all'MTA, che è quello che ci interessa, insieme al segmento Star, ci interessa molto meno EIM, che ovviamente è riservato alle piccole e piccolissime imprese. I requisiti formali, come vi dicevo sia per accesso all'MTA e sia al segmento Star dell'MTA sono tutti soddisfatti da parte di CVA, che sotto questo profilo è pronta sicuramente. Segnalo solo forse una cosa, due cose per la verità. Allora, primo, il Consiglio di Amministrazione prevede che se ci saranno meno di cinque membri, almeno uno dovrà essere un amministratore indipendente, cioè non rappresentare nessuno dei soci. Se dovesse esserci un Consiglio di Amministrazione da sei ad undici, dovrebbero essere due, per più di undici dovrebbero essere tre gli amministratori indipendenti. Quando dico "dovrebbero essere" è il condizionale d'obbligo, non è una legge, come vi dicevo prima è il codice di autodisciplina che lo prevede, ma io non considero neppure che una società, come CVA, non adotti il codice di autodisciplina. Per cui questo è tema che evidentemente deve essere noto. La seconda cosa, che volevo sottolineare, naturalmente è che dovrà essere bilingue e il bilingue non è italiano e francese, ma è italiano e inglese sia per quanto concerne il sito e sia concerne le attività svolte dall'investor relations. L'altro tema riguarda la capitalizzazione. La


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

capitalizzazione prevedendola all'interno della fascia fra 40 milioni, ovviamente, è un miliardo, dà certamente accesso privilegiato al segmento Star, che è quello al quale ho fatto cenno fin dall'inizio. Poco c'è da dire rispetto alla liquidità, alla trasparenza e comunicazione al Governo, ne ho già larghissimamente parlato prima. Vi ricordo che per l'accesso al segmento Star è necessario che venga collocato in Borsa almeno il 35% del totale. Attenzione, è importante sottolineare, ve lo ricordate anche da prima, non tutte le società hanno il 35% del flottante, anzi molte ne hanno assai meno del 35. Nulla vieta, ovviamente, di ricomprare azioni che si sono collocate se motivi di natura strategica lo suggeriscano. Ancora. Una società quotata differentemente da una società privata, può - se c'è una delibera in merito da parte dell'assemblea – anche comprare azioni proprie. Per cui CVA potrebbe comprare sul mercato azioni CVA, magari con l'idea di utilizzare quelle azioni per pagare un'acquisizione che domani dovesse fare. Per cui questa è pratica assolutamente consentita. Per cui il 35% è in fase di collocamento e non sempre e per tutta la vita deve avere un 35% di flottante. Conoscete perfettamente le fasi della quotazione. La fase preliminare è già stata largamente esperita, andrà aggiornata, ma comunque la società è pronta per la quotazione. Nella fase iniziale c'è naturalmente un riscaldamento dei motori per potere avere le caratteristiche che il mercato possa apprezzare quanto a società quotata. Naturalmente una volta che si è pronti per l'offerta al pubblico, nasce una fase intermedia dove Borsa Italiana e Consob analizzano a fondo le caratteristiche della società e i documenti che ha messo a punto. Poi naturalmente c'è la fase esecutiva con l'eventuale ammissione. I requisiti formali per rimanere quotati, dopo la quotazione, sono sostanzialmente a tutti noti. Si tratta di adottare il codice di corporate governance, che vedete è raccomandato nel caso di MTA, è parzialmente obbligatorio nel caso del segmento Star. E l'espressione "parzialmente" non è a caso. In realtà è obbligatorio, ma non essendo una legge nessuno ti può obbligare ad adottare qualcosa che non è previsto dalla legge. Per cui il segmento Star caldeggia molto che la società adotti le regole di corporate governance, evidentemente nei fatti è obbligatorio ed è una cosa che io ho sempre considerato durante la mia presentazione. C'è la possibilità che ci sia – e nel caso del segmento Star è obbligatorio – uno specialista. Lo specialista è quell'operatore finanziario che dà liquidità al mercato nel caso ve ne fosse necessità. Vi sono soprattutto nel segmento Star, che sono società non grandissime spesso e volentieri, 40 milioni di capitalizzazione non è tanta roba, evidentemente, come valore di ingresso, ci sono delle situazioni in cui delle società sono poco liquide, perché pur essendo quotate ci sono poche transazioni. In gergo si parla di titoli sottili. In questo è necessario se io voglio vendere un pacchetto di azioni e che ci sia qualcuno che mi fa mercato, perché altrimenti se c'è poca gente che vuole comperare quel titolo, si torna con la casa mia di Caldirola, nel senso che io vendo poche azioni, ma faccio andare giù tanto il prezzo perché sono in pochi che la vogliono comprare. E qua un po' il concetto è lo stesso. Lo specialista ha questa funzione: dare liquidità al mercato quando non c'è. Ovviamente lo specialista non serve assolutamente a niente. Se una società ha largo flottante e ha un buon livello di liquidità, invece serve molto se la società è piccola e ha poche negoziazioni e conseguentemente c'è bisogno di qualcuno che faccia mercato. Ovviamente l'informativa per tutto quello che fa il sensitive non è necessario più dire. Mi soffermo, invece, perché questo è un tema particolarmente


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

importante, OPA. OPA sta per Offerta Pubblica di Acquisto. L'Offerta Pubblica di Acquisto, che può essere concordato o ostile, è il modo in cui una società quotata può venire acquisita, può venire scalata e perché un'OPA possa partire, di nuovo OPA Offerta Pubblica di Acquisto, la legge dà dei dispositivi molto chiari. Il più chiaro di tutti è il seguente: se un operatore, che non è il primo collocatore, ad un certo punto direttamente o indirettamente, attenzione indirettamente vuol dire attraverso un patto, per cui noi due possediamo separatamente il 16% io e il 16% lui di una società quotata e abbiamo un accordo. Un accordo di voto, per esempio, votiamo nello stesso modo, piuttosto che un accordo per esprimere le stesse persone nel Consiglio di Amministrazione. A fronte di accordi di questo genere la legge è chiarissima, noi due siamo obbligati a lanciare un'Offerta Pubblica d'Acquisto, che vuol dire offriamo di acquistare il cento per cento della società ad un prezzo che in realtà definisce Consob. È importante sottolineare che l'Offerta Pubblica di Acquisto, che come dicevo prima può essere assolutamente concordata. Quando Hervé Mache decide di comprare Bulgari, va dalla famiglia Bulgari e dice: "Scusatemi, io vorrei fare un'Offerta Pubblica di Acquisto sulle tue azioni. Famiglia Bulgari e Trapani siete d'accordo? Accettereste la nostra offerta se fosse a questo prezzo?" La famiglia Bulgari e Trapani dicono di sì. Loro avevano più o meno il 67% e aderiscono all'OPA, cioè vendono le loro azioni alle condizioni, che in quel caso non ha prefissato Consob, ma ha definito volontariamente LVMH sulla base di considerazioni di prezzo che loro stessi hanno sviluppato. In questo caso la famiglia aderisce, il mercato aderisce, il prezzo era estremamente vantaggioso, pensate che era più o meno 75% in più del prezzo di quotazione in quel momento del titolo Bulgari. Per cui uno dice: "Vendo e sono contento". Ma, attenzione, questa è un'Offerta Pubblica di Acquisto concordata, dove il venditore ha concordato, in questo caso la famiglia Bulgari e la famiglia Trapani, di aderire all'OPA. Un'OPA può essere anche ostile. Domani mattina un operatore di mercato, che si è interessato ad acquistare le azioni di una società quotata, senza concordarlo con nessuno fa un'offerta per acquisire il cento per cento delle azioni. Attenzione che non c'è nessun vincolo né di legge, figuriamoci, né di buonsenso che imponga ad un azionista di maggioranza di aderire ad un'OPA. Per cui io, operatore nel settore delle utilities internazionale posso fare un'Offerta Pubblica di Acquisto su Hera, su A2A, ancorché ci siano dei limiti su quelle società fissate all'esercizio del diritto di voto? Ma supponiamo di poter superare questo vincolo, io posso fare un'offerta, ma nessuno degli azionisti è tenuto ad accettare l'offerta. Per cui non ci potrà mai essere un'operazione ostile di acquisizione se non con il consenso e la decisione in questa direzione da parte dell'azionista di maggioranza, che aderisce all'OPA. Se non aderisce all'OPA semplicemente nessuno, avendo quotato una minoranza, potrà mai comprare la maggioranza. E questo è il tema dell'OPA. Non vi sto ad annoiare su OPA residuali piuttosto che… Attenzione che l'OPA - e in questo caso si parla di delisting, di dequotazione - può anche avvenire dall'azionista di maggioranza. L'azionista di maggioranza dice: "Guarda, io ho collocato il titolo a un euro, adesso ingiustificatamente il mercato me lo fa valere 0 e 50 euro, 0 e 40 euro, lo sai che cosa faccio? Che mi ricompro tutto. Per cui l'azionista di maggioranza può anche fare un'OPA totalitaria finalizzata alla dequotazione, al delisting. Questo lo può fare in qualsiasi momento ritenga di realizzare l'operazione, naturalmente offrendo al


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

mercato delle condizioni che consentano al mercato stesso di – come si dice in gergo – dare in OPA le azioni. Ripeto e chiudo sul tema, se si immette sul mercato una percentuale di minoranza, in nessun modo un terzo potrà mai acquisire la maggioranza, se non con il consenso da parte dell'azionista di maggioranza, che rimane tale. Lo stesso azionista di maggioranza in qualsiasi momento, se lo ritenesse, potrebbe procedere ad un cosiddetto delisting, ovvero sia una dequotazione facendo un'Offerta Pubblica di Acquisto a tutto il mercato che ha in portafoglio i titoli della società che vuole delistare. Naturalmente ci sono degli obblighi di informativa trimestrali, semestrali e annuali, ma questo fa parte degli obblighi informativi delle società quotate. Vi ho riportato il numero delle quotazioni fra il 2016 e il 2018 nei vari segmenti di mercato, nelle varie componenti di mercato, all'MTA, all'AIM, al MIV e come potete vedere le quotazioni sono cresciute significativamente nel 2017 e '18, 32 e 32, non vi posso nascondere prevalentemente per il contributo dell'AIM, che è stato, come vi dicevo, per effetto anche dei PIR un mercato particolarmente attivo ed è quello delle piccole imprese. Io ho naturalmente passato in rassegna il quando e chi ha fatto quotazione dal 2016 fino al 2018 in particolare sull'MTA e poi ho incominciato a dare un'occhiata alle perfomance, cioè come è andata. Allora, vedete gli anni sono dal 2006 al 2018 e in realtà c'è anche il 2019, ma è una sola operazione e ho riportato alcuni parametri. Alcuni parametri che sono anzitutto il rapporto forse più famoso che tutti gli operatori di mercato conoscono e V/Ebitda, che non è una parolaccia, ma EV sta per valore di impresa ed Ebitda sta per margine operativo lordo. Il margine operativo lordo è un indicatore di redditività, forse il più importante indicatore di redditività operativa di una società e EV, come vi dicevo, è il valore di impresa. Se voi andate a vedere gli anni dal 2006 al 2019, vedete che questo moltiplicatore ha una variabilità piuttosto forte, tuttavia le società che vengono quotate, hanno in media complessivamente, lungo tutti gli anni dal 2006 al 2019, per cui per 14 anni, vengono tecnicamente quotate essendo valorizzate 17 volte il loro margine operativo lordo. Banalmente, se non ricordo male, ma fra poco lo vedremo, se nel corso del 2018 CVA ha avuto un margine operativo lordo di 100 milioni, in realtà sono 120, ma comunque diciamo di 100 milioni, è ragionevole ritenere che quanto a valore lordo di impresa possa essere quotata 17 volte i 100 milioni di margine operativo lordo. Attenzione, ho detto valore lordo perché poi va detratto il debito, ma questo è un tema di natura squisitamente tecnico e sulla quale non mi soffermo. Vi segnalo invece che il giorno dell'offerta in tutti gli anni in media gli investitori hanno ottenuto un buon risultato economico, vedete con premi che variano da quasi l'11% a valori dal 3 e 2. Ma il giorno della quotazione gli investitori hanno ampia soddisfazione. A 30 giorni dalla quotazione hanno ancora ampia soddisfazione, in media vedete un più 12%. Ad un anno dall'offerta hanno sempre e comunque una soddisfazione economica. Ho provato a ripartire per settori e guardate che cosa abbiamo scoperto, che le quotazioni delle utilities, quanto ad Entreprise Value ed Ebitda, cioè a valore lordo di impresa su margine operativo lordo. È un valore piuttosto alto, ma la cosa forse più interessante è che ad un anno dalla quotazione il settore delle utilities è quello che dà la prestazione migliore in assoluto, il 34% in più rispetto al prezzo originario di collocamento. Per chiarire, purtroppo l'ho tratto da Blumberg questo, che è una delle fonti informative più genericamente disponibili e qualificate ed è in inglese.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

Per cui non vogliatemene. Questo è offert to 360 days e vuol dire 360 giorni dall'offerta pubblica iniziale. E vedete che la prestazione nel settore delle utilities è particolarmente buona, circa il 34%, il che vuole dire che il prezzo nelle utilities si apprezza del 35% rispetto al momento del collocamento. Se volete vederla in questo modo, se domani mattina venisse quotata CVA e il 65% rimanesse in mano a Finaosta, ad un anno data, se venisse mantenuta questa perfomance, cosa che non è assolutamente detto, il valore, che sarebbe in mano a Finaosta, sarebbe aumentato di un terzo rispetto al momento in cui è stata fatta la quotazione, anzi di più di un terzo per la verità. Qui ho riportato le perfomance nel segmento star e nell'MTA al solito dal 2006 fino al 2018 e potete osservare come nel segmento Star le perfomance siano, comunque, buone ad un giorno, a dieci giorni e ad un anno, mentre nell'MTA ad un anno la prestazione in realtà è di meno 0,8%. Per cui sostanzialmente c'è una piccola riduzione rispetto al prezzo di collocamento. Ho riportato, vedete queste sono AIPO quotazioni, vi ricordo l'espressione Initial Public Offering nel settore delle utilities e vi ricordo che dal 2014 in poi non ci sono più state operazioni e qua vi ho riportato i valori di collocamento ad un giorno, ad un mese e ad un anno per queste realtà, non mi voglio però soffermare, l'ho fatto solo ed esclusivamente per le vostre note, per andare poi a rivedere la mia presentazione e gli appunti relativi. Prego.

**VESAN**

Chiedo scusa, è possibile fare una domanda relativamente alla tabella precedente quella sui risultati delle utilities?

**DALLOCCHIO**

Certamente sì.

**VESAN**

Sulla scorta di questa tabella il dato che lei ci ha illustrato precedentemente, cioè il fatto che le utilities abbiano un margine di positività a 360 giorni dalla quotazione rispetto alle altre società, riletto alla luce di quest'altra tabella, in cui le diverse quotazioni in Borsa delle utilities fanno chiarire che in realtà questo margine positivo è legato solamente ad una delle diverse quotazioni in Borsa che ha risultato un utile enorme del 380%, mentre tutte le altre sono vicine alla parità oppure anche in significativa perdita.

**DALLOCCHIO**

Ha perfettamente ragione. Questa è l'analisi che emerge da questa presentazione. Devo dirle che l'analisi, che è stata condotta, è un'analisi che in realtà fa riferimento alle sole società che sono state quotate dal 2006 al 2014. Abbiamo condotto un'analisi più estensiva, perché in realtà le utilities, che hanno avuto accesso al mercato di Borsa in modo più intensivo, sono state dal 1998 al 2004 ed estendendo l'analisi al 1998/20004, i risultati sono molto confortanti. Molto confortanti vuole dire semplicemente che siamo sempre e sistematicamente superiori al 20% e ad un anno. Dal 2006 in poi, ha ragione, c'è outlier forte, è vero. Questo è l'andamento delle quotazioni nel corso del 2018 in Europa, lo lascio


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

solo per le vostre analisi. Vi segnalo semplicemente che il mercato l'anno scorso complessivamente in Europa ha raccolto circa 39 miliardi di nuove emissioni. Ci sono state complessivamente 228 nuove emissioni. La dimensione media delle società quotate è relativamente piccola, sono 240 milioni di capitalizzazione complessiva di Borsa, quanto a valor medio delle società che sono state quotate e la quota, che è stata quotata, è di circa 90 milioni. Per cui, se volete, è poco più di un terzo, diciamo un 35% rispetto al valore delle società che sono state quotate. Vi ho riportato i delisting e le OPA volontarie, per cui quanto a numeri quante operazioni dal 2010 fino al 2018 sono intervenute per delistare le società, cioè sostanzialmente perché l'azionista di maggioranza si riporti a casa. L'ultima che avete, forse, seguito è stata Damiani a gennaio di quest'anno, del 2019. La famiglia Damiani, non contenta della perfomance in Borsa del suo titolo, ha deciso di fare un'Offerta Pubblica d'Acquisto e ha proceduto al delisting della società. Questo per far vedere che naturalmente è possibile anche tornare indietro al processo di quotazione. Avrete forse seguito Yoox Net – a – Porter che è stata piuttosto famosa e EI Towers, vi ricordo le torri della RAI e degli altri broadcaster. Che cosa l'organismo italiano di valutazione dice in relazione alla definizione delle caratteristiche della cosiddetta Equity Story per la quotazione di CVA. Equity Story vuole dire che storia bisogna raccontare al mercato perché il titolo possa essere accolto con positività. È necessario parlare della strategia e del posizionamento competitivo, è necessario parlare dei risultati storici e della crescita che si attende, è necessario parlare delle persone, è necessario ragionare sulla diversificazione geografica per evitare di essere eccessivamente presenti in un mono territorio. È necessario dire che cosa si intende fare del debito, è necessario chiarire quale sarà la politica dei dividendi, è necessario dire che cosa si farà dei soldi che eventualmente verranno raccolti ed è necessario parlare del governo di impresa nella documentazione alla quale ho avuto accesso e su tutti questi temi mi sembra che ci sia una buona chiarezza in argomento almeno rispetto alle posizioni che prima dell'arresto del processo di quotazione era possibile avere. Il gruppo CVA voi lo conoscete benissimo e ragionevolmente lo conoscete tecnicamente tanto quanto lo conosco io. Io ho fatto soltanto una brevissima sintesi per riportarvi alcune considerazioni che il mercato certamente sarebbe interessato a vedere, però prima di analizzare CVA, che poi ci sono un po' di cose che spero innovative, io mi fermerei, Presidente, un istante più che altro per bere, ma poi anche per vedere se c'è qualche domanda che nel frattempo i colleghi vogliono trasmettere.

**NOGARA**

Certo. Alla luce della relazione sicuramente esaustiva, che ci ha fatto, professore, sulle quotazioni in Borsa in generale, una domanda che mi viene e penso che anche tutti i Commissari di questa Commissione interesserebbero farle, è quella che lei ci ha fatto - abbiamo capito che conosce molto bene CVA – una fotografia di che cosa vuol dire quotarsi in Borsa. Secondo lei la CVA come la vede? Sicuramente una società che dovrebbe quotarsi in Borsa, che non dovrebbe quotarsi in Borsa, che dovrebbe cercare altre vie? Tra l'altro abbiamo sentito qui in Commissione l'avvocato Florenzano, appunto che ci spiegava che tutte queste cose, queste attività che avremmo dovuto fare già da diverso tempo e che siamo


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

un po' in ritardo. Vorremo sapere dalla sua esperienza come vede CVA e che cosa dovrebbe fare. Grazie.

**DALLOCCHIO**

La decisione di quotazione è una decisione che ha, secondo me, tre valenze importanti che devono essere considerate contemporaneamente. C'è sicuramente una valenza di carattere filosofico. Una società quotata è una società che ha tutta una serie di vincoli e di obblighi che la rendono un animale diverso rispetto ad una società privata. Per cui è necessario anzitutto che ci sia la volontà di sposare la filosofia di una società quotata, trasparente, rigorosa, aperta alla governance e aperta al confronto internazionale, cosa che una società privata evidentemente non deve avere. Filosofia. Poi è necessario che ci siano delle condizioni di carattere economico e finanziario. Queste condizioni per CVA ci sono tutte. Segnatamente non si può offrire al mercato un ronzino. Il ronzino non viene accettato dal mercato e se per un errore temporaneo ha accesso al mercato, comunque viene immediatamente identificato e abbattuto, nel senso che sono poi i valori a parlare. Qui sotto il profilo dei risultati economici, della situazione patrimoniale e della capacità di generazione di flussi di cassa, che sono i tre argomenti che i mercati guardano con particolare attenzione, non vedo sinceramente nessuna difficoltà, anzi probabilmente il mercato sarebbe ben lieto di accogliere una società di questo genere. Per cui filosofia ed elementi oggettivi di natura economico e finanziario. Vi è poi il terzo profilo, che è un profilo relativo alle persone. Il tema delle persone, è un tema determinante. Le società quotate valgono e vengono apprezzate in funzione della tipologia di management che le società quotate riescono ad esprimere. Questo è un tema essenziale perché nel momento in cui il mercato sottoscrive dei titoli, consegna nei fatti e nelle mani di persone il proprio denaro ed evidentemente il fatto di potere attrarre delle persone altamente qualificate o ritenere al proprio interno delle persone altamente qualificate, è nodale per potere avere un percorso di successo all'interno di un mercato di quotazione. Se le persone non sono adeguate, ancorché la società possa… attenzione siamo in settori fortemente regolamentati, per cui il dubbio che un investitore potrebbe avere è: questa è una società che sta facendo molto bene sotto il profilo economico, patrimoniale e finanziario, ma non in virtù di un management ineccepibile, ma perché opera in un contesto protetto e in questo contesto protetto ha dei risultati particolarmente buoni. Io su questo terzo fronte ovviamente non sono in grado di esprimermi, perché non conosco personalmente le persone che rappresentano il management della società. Dalle reazioni, prime reazioni che ho visto riportate e debbo dire anche dalle presentazioni che ho visto e che ho avuto modo di consultare, io ritengo che anche a livello manageriale le qualificazioni siano tali da potere essere bene accetta la società da parte del mercato. Naturalmente – e non a caso – ho citato tre categorie logiche partendo dalla più importante, la filosofia. Uno deve essere pronto ad avere una società quotata con tutto ciò che questo comporta. Molto semplicemente e molto schiettamente, lo vedrete tra poco, CVA è la società che nel 2018 ha pagato in assoluto più dividendi rispetto a qualsiasi altra società partecipata da Enti Pubblici Locali. Per intenderci, A2A più SEA, che sono le due ex municipalizzate di Milano, complessivamente hanno pagato al Comune di Milano 72 milioni di euro insieme. CVA da


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

sola ha pagato 135 milioni a Finaosta. È necessario che una società quotata, anche sulla politica dei dividendi, faccia una riflessione per vedere se il mercato è contento che CVA paghi 135 milioni di dividendi, perché 135 milioni di dividendi sono moltissimi denari, rappresentano un orgoglio per una società quotata, ma attenzione, i dividendi rappresentano anche risorse che vengono tolte alla potenzialità di sviluppo, agli investimenti segnatamente. Per cui il passaggio è un passaggio che deve essere osservato con un'attenzione molto particolare. Dicevo prima il finanziamento a Finaosta probabilmente lo si sarebbe potuto fare anche come società quotata, ma sarebbe stato ragionevolmente esposto ad una serie di iter approvativi diversi rispetto ad una società che è partecipata al cento per cento da un unico socio. Per cui è naturale che il termine "filosofia" vada sposato nel modo adeguato.

**NOGARA**

La ringrazio. Prego, collega Aggravi.

**AGGRAVI**

Grazie, Presidente e grazie professore per la interessantissima esposizione. Mi permetto, a beneficio di tutti i Commissari e prendendo anche spunto suo ultimo intervento molto utile e molto interessante, siccome la mission di questa Commissione è decidere quale percorso prendere, vorrei chiederle, in realtà già in parte l'ha detto, ma apprezzo la logicità di esposizione e quindi le chiederei di rappresentarlo meglio ai Commissari, se un socio, in questo caso pubblico, dovesse decidere che cosa fare e quindi giustamente identificare una mission, capire qual è la struttura economico e finanziaria della sua società e quindi il beneficio che può avere e soprattutto se il management è pronto o quali devono essere eventualmente dei rinforzi. Ma mi puntualizzerei soprattutto sul discorso della struttura economica e finanziaria perché ho apprezzato moltissimo quello che giustamente ha detto, se un elemento da considerare è quello della distribuzione dei dividendi, ricordiamo che le risorse che escono vanno a beneficio del socio, ma non a beneficio della società. E nella sua esposizione ha giustamente anche detto – e mi collego alla mission – l'obiettivo di una quotazione è il bene della società e quindi potenzialmente le risorse che io raccolgo devono andare ad essere utilizzate per lo sviluppo e per il famoso 17% o meglio il 40% che ci indicava di quanto era stato investito. Quindi per dare un elemento in più a questa quotazione, il socio quale percorso, ripeto sinteticamente, ma riprendendo gli elementi che giustamente ci esponeva, deve percorrere per decidere se è convenevole quotare o no? Grazie.

**DALLOCCHIO**

Io credo che i passi che il socio deve fare siano piuttosto semplici e trasparenti. In primo luogo deve verificare se è disponibile a rinunciare a quella componente di Governo della società che dovrà necessariamente mettere nelle mani degli amministratori, rappresentanti le minoranze degli amministratori indipendenti. Per cui deve sapere che su un Consiglio di Amministrazione, composto da N membri, una porzione tutt'altro che trascurabile, dovrà essere rappresentata da persone che con il socio di maggioranza non


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

hanno nulla a che fare. Questo vuole dire che tutte le decisioni strategiche, che tutte le decisioni di investimento, che tutte le decisioni che riguardano il vertice della società, saranno resi parzialmente almeno nelle mani di terzi ed esterni. Per cui la prima cosa Finaosta/la Regione Valle d'Aosta devono essere consapevoli del fatto di avere uno specchio al quale guardarsi e nel quale riflettersi, che è lo specchio del mercato. Per cui il primo passo è la rinuncia ad un Governo, centralizzato ed evidentemente autoreferenziale proprio perché rappresentativo del cento per cento della proprietà. Il secondo tema è un tema di natura finanziario. Le azioni di una società quotata è bene che ricevano dividendi. Le società quotate devono dichiarare una politica dei dividendi. Se voi prendete, ad esempio, il mercato americano del Nasdaq, che è il secondo più importante degli Stati Uniti dopo quello del mercato principale, che tutti conoscete, è il New York Stock Exchange. Il Nasdaq tendenzialmente dichiara di pagare poco o di non pagare i dividendi. Essenzialmente perché le società quotate al Nasdaq sono società tecnologicamente molto forti e queste società tecnologicamente molto forti devono continuare ad investire per rimanere tecnologicamente all'avanguardia. Per cui pagano pochi/pochissimi dividendi, però si apprezzano tanto. Per cui l'azionista sa che non percepisce i dividendi o che ne percepisce molto pochi, ma che potrà contare, se domani volesse vendere le azioni, su un guadagno di capitale significativo. Le azioni del New York Stock Exchange, che sono azioni più tradizionali, pagano ottimi dividendi semplicemente per il fatto che non sono società che debbono investire alla morte per poter sopravvivere o per poter crescere sul mercato. Ecco, l'altra cosa che certamente l'azionista deve fare è cercare di capire se vuole essere A o se vuole essere B. Se vuole essere prevalentemente alla ricerca di guadagni in conto capitale per effetto di reinvestimenti, di crescita esterna e di acquisizioni oppure se ha bisogno ancora sistematicamente di un flusso di dividendi forti. Questo va detto prima, perché è chiaro che se ci fosse la necessità di un flusso di dividendi corposo e che deve rimanere, quello che abbiamo visto prima per le società quotate, cioè la crescita esterna, potrebbe non essere agevole, anche se – e questo lo devo dire con estrema chiarezza – CVA ha una potenzialità molto forte e che è ancora inespressa in questo momento e che si chiama emissione di obbligazioni e che si chiama possibile negoziazione di nuovi finanziamenti a titolo di debito, che vanno al di là della negoziazione con la singola controparte. Sto pensando per inciso ad operazioni di finanziamento in pool. Voi considerate che nell'ambito delle società animali simili, che ho considerato nella mia presentazione e che fra poco vi farò vedere, CVA è praticamente la meno indebitata di tutte. Per cui per finanziare il proprio sviluppo, potrebbe anche pressare sull'acceleratore dell'indebitamento, cosa che ad oggi le sarebbe possibile senza problemi di sostenibilità. Per cui vero è che è necessario definire una politica dei dividendi, vero è che oggi potrebbe serenamente fare un'emissione obbligazionaria insieme alle azioni, scusatemi travalico in un campo che non è assolutamente il mio e che la Commissione non mi ha chiesto e che magari poi cancellerete dopo questa mia presentazione, ma nulla vieta che un'emissione di azioni possa essere associata anche inscindibilmente ad un'emissione di obbligazioni. La società potrebbe emettere contemporaneamente o in successione, a sua discrezione, azioni o obbligazioni, magari collocando sul mercato le azioni vendendole in offerta pubblica di vendita e collocando sul mercato anche delle obbligazioni portando a casa


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

i soldi relativi. Per cui questa è un'operazione che potrebbe sicuramente essere fatta. Però torno alla sua domanda e ripeto i due capisaldi, governo di impresa condiviso, politica dei dividendi dichiarata.

**NOGARA**

Io, invece, volevo essere un po' più pragmatico perché noi ci troviamo a seguire la mission che ci ha dato il Consiglio regionale. Il Consiglio regionale ci ha chiesto: CVA - parliamo anche a questo punto della legge Madia, così com'è, con l'assetto societario che ha e vorrei ricordare che tra le quindici società che lavorano nel settore dell'idroelettrico qui in Italia, l'unica a non essere quotata o non avere emesso dei bond obbligazionari, è CVA – potrebbe mantenere il suo status oppure è indispensabile o non è indispensabile la quotazione? Perché essendo una società in fondo privatistica è tenuta … C'è una gran trasparenza nel mondo della quotazione e nel mercato, però anche proprio in base alla legge Madia ci sono degli obblighi veramente restringenti. Secondo lei CVA potrebbe rimanere così com'è con l'attuale mercato che c'è ora?

**DALLOCCHIO**

È una domanda che ritengo nodale e che necessariamente, in qualche modo, travalica anche le mie competenze in senso stretto, ma non del tutto, Presidente. Allora, una società che sia assoggettata a limiti comportamentali per effetto di qualsiasi dispositivo di legge vigente, passato o prospettico, è una società che a parità di altre condizioni vale di meno di una società che non è assoggettata a questi vincoli. Per cui se dovesse essere la decisione finale del Consiglio regionale di non quotare CVA, il Consiglio regionale dovrebbe sapere che sarebbe disponibile ad accettare di avere un valore minore per effetto di una serie di vincoli che, comunque, la normativa impone direttamente o indirettamente. E questo per me è un fatto. Non ho grandi commenti da fare. Io credo che nel mercato libero vengono quotate - l'avevo detto nel primo lucido che vi ho mostrato – le opzioni. Le opzioni hanno un valore. Una delle opzioni più importanti che viene negoziata, è l'opzione della flessibilità. Con la quotazione si compra flessibilità, si compra un'opzione di flessibilità. La flessibilità vale, l'opzione e flessibilità è proprio e nell'ambito dell'opzione reale è la più importante, rinunciare all'opzione flessibilità Madia o non Madia, possibilità ancora di emettere obbligazioni e basta piuttosto che no, secondo me è rinunciare al valore.

**NOGARA**

Se non ci sono domande proseguiamo con la presentazione del suo documento? Prego.

**DALLOCCHIO**

Grazie, volentieri. Allora, qui ho riportato e ci sono tutta una serie di indicazioni di carattere tecnico sulle quali non mi soffermo perché sono argomenti che conoscete perfettamente. Sapete dov'è attiva la società, nell'idroelettrico, nelle altre fonti di energia rinnovabile, nella distribuzione dell'energia elettrica agli utenti finali, nella vendita agli


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

utenti finali sia nel mercato libero e sia nel mercato tutelato, in più c'è una business unit, un'unità operativa denominata corporate, che richiude tutti i servizi centrali. Io ho riportato nel lucido successivo l'andamento dei ricavi e l'andamento del margine operativo lordo, del reddito operativo e del risultato di esercizio. Gli operatori la prima cosa che normalmente guardano di una società è l'andamento del margine operativo lordo, che rappresenta una figura di redditività molto importante, che sintetizza la capacità di quella società di generare potenzialmente cassa. La generazione di margine operativo lordo è, come potete vedere, in relativo declino anche se relativamente stabile negli ultimi due anni. Io ho avuto accesso anche al primo semestre 2018, mentre non ho naturalmente informazioni rispetto alla chiusura del 2018, però non l'ho riportato in questo grafico perché sarebbe stato disomogeneo, cioè avrei avuto cinque anni più un semestre. Per cui non ci sarebbe stata omogeneità di controllo. Vi devo dire che il 2018 tuttavia è in linea con il 2017, almeno per il primo semestre che io ho potuto esaminare. Mi piace soltanto sottolineare che il rapporto margine operativo lordo sul fatturato rimane perfettamente costante nel tempo ed è all'incirca il 14% del fatturato, che è un valore in linea di principio alto/molto alto, il che vuole dire che la redditività complessiva della società nel tempo, pur vendendo le vendite un declino, su cui forse potremmo soffermarci più innanzi, però quanto a capacità di generazione e di redditività non vi è affatto un declino, ma vi è sostanzialmente una costanza. Anche il reddito operativo non varia significativamente nel tempo e il risultato di esercizio è un risultato che, come potete osservare, in rapporto rispetto alla dimensione del fatturato permane relativamente costante nel tempo. Per cui dovessi diagnosticare la situazione economica della società nel tempo, la definirei redditizia e stabilmente redditizia. Il mercato ama molto la redditività stabile, perché la ritiene conseguentemente prevedibile. Per cui, dicevo, la relativa stabilità dei risultati, soprattutto in proporzione rispetto al fatturato e contemporaneamente il fatto che ci sia una relativa prevedibilità dei risultati, che non ci sia una fluttuazione decorrelata rispetto all'andamento delle vendite, è cosa che normalmente il mercato considera ed apprezza. Ho riportato i risultati per unità di operatività e naturalmente, ma questi sono temi che voi conoscete perfettamente, la redditività è principalmente collocata nel settore idroelettrico. Dove potete vedere che circa i due terzi del totale del margine operativo lordo vengono generati proprio dal settore idro e le altre rinnovabili, dove circa un quarto del totale del margine operativo lordo viene proprio prodotto dalle altre fonti di energia rinnovabile. L'attività di vendita è un'attività molto importante dimensionalmente, ma porta una marginalità piuttosto contenuta, così come d'altra parte l'attività di distribuzione, che pure genera più del 10% del totale della marginalità. Per cui dovessi dire la marginalità è prevalentemente concentrate nell'idroelettrico e nelle altre fonti rinnovabili. Quando prima vi dicevo che l'indebitamento della società è contenuto, lo potete facilmente vedere da questa rappresentazione. Qui vi ho sintetizzato lo stato patrimoniale, qui vi sono gli investimenti e qua vi sono le forme di finanziamento. Notate che il totale dei finanziamenti, equivalente ovviamente al totale degli investimenti, è circa un miliardo e di questo miliardo circa 810 milioni sono captale proprio, è patrimonio netto e solo 162 milioni in realtà è debito. Viene denominato tecnicamente posizione finanziaria netta ed è la differenza tra il totale dei debiti finanziari e la liquidità di cui dispone la società, il che


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

significa che il debito netto della società è ad oggi 162 milioni in proprio, scusatemi, è al 31 dicembre 2017. In realtà al 30 giugno è la posizione finanziaria netta, cioè il debito netto è di circa 218 milioni. Per cui è cresciuta rispetto ai 162 milioni. Vi debbo anche sì dire, e lo vedrete quando vi farò vedere i competitori di CVA, che le altre società hanno i livelli di indebitamento tutte più elevate rispetto a quelle di CVA. Dinamica dei flussi di cassa. Qua se volete è da stregoni della finanza. È improprio dire stregoni della finanza, ma è molto tecnico. Mi piace soltanto sottolineare un tema, guardate questo che si chiama flusso di cassa della gestione corrente. Questi sono i soldi, la cassa, la liquidità che l'attività di gestione, tradizionalmente svolta nelle quattro aree d'affari, dove è presente la CVA, la CVA mette a disposizione su base annua. Questo vuole dire che fare CVA nel corso del 2017 ha liberato denari per 102 milioni. In relazione ad un fatturato complessivo, di poco più di 800, è un valore molto importante, è un valore estremamente significativo. Questo era il lucido che vi avevo preventivato prima, che avevo preannunciato prima, scusate. Questi sono i dividendi per gli Enti Locali azionisti distribuiti nel 2018 a favore degli Enti, a fronte dei risultati del 2017. Vi segnalo che SEA e A2A a Milano hanno dato 78 milioni, che Acea ne ha dati 67 al Comune di Roma e che CVA ne ha dati 135 a Finaosta. Per cui qua rientra nel discorso che facevo in precedenza. Vi segnalo anche che nel quadriennio '14/17 il socio unico Finaosta ha percepito 360 milioni di dividendi, che sono una cifra molto importante. Per inciso rimarco – e lo rimarco con soddisfazione per una società possibile quotanda – che se voi considerate che la posizione finanziaria netta, cioè il debito netto di CVA alla fine del 2017 era circa di 170 milioni, CVA, avendone pagati 360 di dividendi e di distribuzione di riserve solo negli ultimi quattro anni, vuole dire - ricordate i 100 milioni di produzione di cassa – che è riuscita a produrre cassa per pagare tutti i dividendi e per indebitarsi in realtà soltanto per 170 milioni, pur avendone pagati 370 milioni di dividendi, il che vuole dire che ha una robustezza finanziaria davvero non comune. Qui ho fatto un confronto con quelli che prima avevo definito un po' colloquialmente gli animali simili e ho preso società quotate e non, vedete Enel, Edison, Hera, A2A, Iren, Acea, eccetera, eccetera, e vi faccio vedere come cresce CVA nelle classifiche in funzione di una serie di parametri. Quanto a ricavi è più o meno decima nelle classifiche dei 13/14 operatori che ho riportato. Sale in classifica quanto a valore assoluto del margine operativo lordo, sale leggermente. Questo è il valore assoluto e non relativo. Sale ancora se andate a considerare la redditività operativa, vedete che a poco a poco rimonta rispetto agli altri operatori. Sale ancora quanto a dimensione complessiva del risultato netto e qua siamo tra il sesto e il settimo posto. È in basso nei valori di debito. Vi ricordate che ve lo dicevo che è poco indebitata e lo vedete subito. Come valore assoluto torniamo intorno alla decima, undicesima posizione. Se fate il rapporto – e questo è un rapporto che gli analisti guardano spesso – debito finanziario totale netto diviso il margine operativo lordo, ricordate che prima vi dicevo che il margine operativo lordo è una sorta di indicatore di capacità di generazione di cassa da parte della società, allora gli analisti amano mettere a rapporto il debito rispetto alla capacità di generazione di cassa. Se voi leggete 1,3 banalmente vuole dire che avete bisogno di 1,3 anni di generazione di cassa da parte di CVA per rimborsare tutto il debito. Se voi andate a prendere, ad esempio, Iren, questo valore è 3,5, che è un valore relativamente alto, il che vuole dire se Iren volesse rimborsare il proprio


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

debito, quanto tempo ci potrebbe mettere ad utilizzare? Tre anni e mezzo, che non è tanto evidentemente, ma non è assolutamente poco. E vedete che in questa scala siamo decisamente molto bassi, Edison è a zero, ma molto semplicemente perché Transalpina di Energia, che è la sua Capogruppo, ma in realtà è EDF, che è la Capogruppo della Capogruppo, ha deciso che Edison non avrebbe più debito e sostanzialmente EDF ha integralmente ricapitalizzato Edison. Per cui Edison è chiaramente un outlier, è fuori dalla considerazione rispetto alla nostra tabella.

**MARQUIS**

Durante questo percorso è giunta al Governo regionale una manifestazione di interesse da parte di Iren su CVA. A seguito dell'intervento che ha fatto lei, mi verrebbe da pensare che la ragione per cui viene posta questa manifestazione possa essere per la capacità di CVA di generare cassa e per andare a compensare quella situazione che li vede come primi indebitati nella classifica che c'è nella tabella 2.

**DALLOCCHIO**

Viene anche a me. Per inciso, il debito totale di Iren è, a fine 2017, per i conti che abbiamo sviluppati, di 3 miliardi di euro, per cui è un valore non trascurabile, ed è, in relazione al margine operativo lordo, 3,5 volte più alto rispetto al margine operativo lordo, quando CVA ha un margine operativo lordo di circa 120 milioni, e ha un indebitamento, a fine del 2017, ve lo ricordo, netto, di circa 170 milioni, da cui viene fuori il famoso 1,3. Sì, sicuramente è interessata… se io fossi un amministratore di Iren sarei interessato certamente alla capacità di generazione di cassa di CVA. Se procediamo …, vedete, qui ho riportato gli investimenti, e guardate com'è in alto CVA investendo 80 milioni all'anno. Come potete vedere, viene prima di A2A, che ne ha investiti 76 nel 2017. Certamente sono valori molto ballerini nel tempo, questi sono operatori molto attivi nel settore degli investimenti, però nel 2017 siamo in una posizione assolutamente di privilegio rispetto agli investimenti complessivamente realizzati, chiaro? Ad oggi, tuttavia, se andiamo a vedere il valore degli investimenti in rapporto al fatturato, CVA nel 2017 si situa al quarto posto rispetto a tutti gli operatori con i quali si confronta, con un valore degli investimenti che sono circa il 10% rispetto al totale del fatturato, valore evidentemente superiore rispetto a tutti coloro che vedete verso il basso.

**NOGARA**

Mi scusi se la interrompo un attimo…

**DALLOCCHIO**

Prego.

**NOGARA**

Volevo chiedere una cosa: CVA dopo il 2017, proprio in funzione della legge Madia, non ha più potuto fare investimenti, perché non …, colpa – io dico colpa – o merito della


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

legge Madia, non è …, non può acquisire società di efficientamento, non può acquisire parchi eolici, non può acquisire parchi fotovoltaici, proprio in base alla legge Madia. Allora penso che da lì in poi ci sia, poi, un po' una caduta sotto questo punto di vista.

**DALLOCCHIO**

Allora … prego.

**VESAN**

Vorrei fare solo un'osservazione su questo punto, legata all'ultima audizione che abbiamo avuto con CVA. CVA, quando l'abbiamo sentita, e ha presentato il suo piano finanziario – adesso chiedo scusa se svelo in streaming alcuni dettagli, ma …, nel caso di non quotazione in Borsa e di persistenza dal vincolo della Madia, il piano di investimenti prospettato in questo programma era di 120 milioni di euro all'anno, quindi ancora più alto di quello del 2017, quindi, in realtà, questa impossibilità di investire legata al fatto che si rimanga all'interno del vincolo della Madia non è quella di cui ci sta parlando, vero è che la possibilità di investire in caso di quotazione in Borsa era maggiore, ma non era comunque con un ordine di grandezza rispetto a quello che stiamo in questo momento vantando, perché nel prospetto era evidenziato 120 milioni di euro di investimenti all'anno all'interno dei vincoli legati alla Madia.

**DALLOCCHIO**

Provo. Allora, indipendentemente da qualsiasi vincolo di natura normativa, la società quotata ha il dovere di realizzare dei progetti di investimento per allocare appropriatamente le risorse che direttamente, o potenzialmente, alle quali ha accesso. Ecco, questo è un tema che io ritengo importantissimo, e torno al discorso della flessibilità che facevo prima. La società quotata ha la flessibilità totale, il che vuole dire che può cogliere tutte le opzioni che ha davanti. Per cui, indipendentemente da costrizioni, da vincoli, da meccanismi di controllo che la normativa possa trasmettere sulla società, il fatto di essere quotata dà certamente una spinta in più per poter essere liberamente operatore nel contesto degli investimenti. Ecco, questo io lo vedo, a condizione, naturalmente, che gli investimenti che ha davanti siano investimenti redditizi, e fino adesso così è stato, oggettivamente, io vedo la quotazione come un elemento di ulteriore conforto rispetto ad una libertà di investimento che la società quotata indispensabilmente deve avere. E qui il fatto che ci troviamo, ancora nel 2016, e nel 2017, con valori che sono di investimento superiori al 10% del fatturato, sono valori oggettivamente molto elevati, la dicono lunga sul fatto che ci sono delle potenzialità di investimento, potenzialità di investimento che, peraltro, sono state confortate da una redditività che è in linea rispetto alla redditività passata, nel senso che avete visto – lo dicevo prima – non c'è stata una variazione nel tempo del rapporto fra il margine operativo lordo e il fatturato, il che vuole dire che gli investimenti che sono stati fatti in termini di capacità di generazione di reddito sono in linea con la struttura degli investimenti del passato.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**NOGARA**

Scusi se la fermo un attimo, non avevo visto che c'è il collega che voleva fare una domanda.

**AGGRAVI**

Grazie mille. Sì, volevo mettere a confronto, e volevo chiederle un'opinione, perché prima si parlava del livello di indebitamento, e volevo collegare quella tabella con una tabella precedente, dove, giustamente, lei mette in confronto vari esercizi, e sottolineava la stabilità, diciamo, in soldoni, della redditività e, soprattutto, del peso dell'indebitamento. Se, ovviamente, però – e qui volevo porre l'attenzione su questi due elementi –, andiamo a vedere, appunto, la serie storica dei cinque anni, è vero, c'è una stabilità, e anche a livello di redditività c'è di nuovo una stabilità. Ci sono, però, due elementi importanti: il primo, ritengo, il fatto che, se uno guarda il livello di indebitamento, vede che nell'ultimo anno in cui – e qui i numeri sono innegabili – c'è un aumento significativo del livello di indebitamento, che poi, è vero, a livello complessivo mantiene una sua stabilità, ma anche perché le dimensioni vanno di pari passo, vediamo il fatturato, il fatturato ha perso quasi il 17% nei cinque anni. Quindi, a livello di indebitamento il primo anno, secondo me, significativo di analisi è un anno di apertura, che è il 17, bisognerà vedere nel prosieguo come andrà. Sul discorso dei livelli complessivi, poi, di indebitamento, è vero che ci sono realtà molto più grandi che hanno fatto probabilmente investimenti, che probabilmente valutano …, hanno valutato maggiormente quello di rifarsi sul mercato, perché prima, giustamente, si parlava non soltanto di far riferimento a finanziamenti bancari, ma anche alle emissioni di obbligazioni, o altri strumenti di debito, che in caso di investimento io posso utilizzare per raccogliere risorse. E' anche vero – e qui mi si corregga – che un po' in linea anche con quanto diceva il collega Nogara, ma al di là di investimenti che puntano ad accrescere il fatturato, è corretto dire che il mio MOL, o comunque la mia redditività può anche essere buona proprio perché non ho fatto, o comunque ho rimandato degli investimenti strutturali sul core business che già ho, che dovrò rimandare nel prosieguo, e che dovrò gestire o con indebitamento, bancario tout court, o potenzialmente in parte con la quotazione, dico "in parte", perché comunque la valorizzazione della quotazione non coprirà mai al 100% gli interventi necessari sull'azienda, ovvero anche con altre fonti, vedi il debito obbligazionario.

**DALLOCCHIO**

Sicuramente c'è stato un incremento significativo dell'indebitamento, e lo si vede, obiettivamente, perché si passa da 51 milioni di euro nel 2016 a 162 milioni di euro nel 2017, per cui c'è stato un balzo importante fra il 2016 e il 2017 a livello di indebitamento, tant'è vero che 162 è il livello, dal 2013 in poi, più elevato mai raggiunto dall'indebitamento, anche se, devo dire, per quanto ho detto poi in seguito, si tratta di un livello altamente fisiologico, e comunque che non dà alcun elemento di preoccupazione, o di sostenibilità. Quanto agli investimenti che sono stati realizzati, ho analizzato anche un altro indicatore, che qua non


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

ho riportato, che è il reddito operativo sul fatturato. Il reddito operativo è influenzato anche dagli ammortamenti, il MOL no, il MOL è prima degli ammortamenti, il reddito operativo è dopo gli ammortamenti. Il reddito operativo, in effetti, nel tempo declina leggermente, in rapporto al fatturato, il che mi fa dire che comunque gli investimenti, che sono poi riflessi negli ammortamenti su base annua, che la società ha fatto nel tempo sono ragionevoli, perché, altrimenti, a parità di altre condizioni, con il MOL che resta stabile, il reddito operativo sul fatturato dovrebbe salire, e invece scende leggermente, il che mi fa dire, di conseguenza, che gli investimenti ad oggi realizzati, non sono in grado di dire se ottimali o meno, evidentemente, però comunque sono stati dimensionalmente commisurati alla dimensione degli investimenti totali. Se una situazione di questo genere, in relazione ad una politica di investimenti più aggressivi, anche banalmente di manutenzione, qui stiamo parlando di turbine, siamo perfettamente coscienti del fatto che l'acqua è, purtroppo, sempre più sporca, che le turbine si usurano più rapidamente, eccetera, se una politica di investimento più consistente, più aggressiva, avrebbe potuto generare redditività più elevata, la mia risposta è: non sono in grado di dire, però non è irragionevole, però non è affatto irragionevole.

**AGGRAVI**

Grazie.

**DALLOCCHIO**

Ecco, un dubbio che la Commissione aveva con altri relatori sollevato era relativamente agli effetti della possibile quotazione sui dipendenti, sull'occupazione. Allora, io ho provato a fare delle analisi di correlazione fra il numero dei dipendenti e la scelta di quotazione, sono andato a vedere che cos'è successo dopo che tutte le società del campione che ho preso in considerazione si sono quotate, in termini di numero di dipendenti. La verità è che quello che viene fuori non è particolarmente significativo sotto il profilo dei risultati, per una ragione semplice: quello che ho notato è che prevalentemente dopo la quotazione il numero dei dipendenti cresce, ma debbo anche dirvi che l'analisi è un'analisi di poco significato, perché, è vero che cresce, ma è vero anche quello che ho scritto in qualche lucido precedente, ci sono molte acquisizioni. Per cui, essendoci tante acquisizioni, è normale che il numero di dipendenti cresca. Per cui, se vi dovessi dire, oggettivamente, "in termini di dipendenti dopo la quotazione succede questo", non so dirvi niente, nel senso che dovrei fare un'analisi, a parità di perimetro, per cui con crescita solo organica, e non crescita esterna, e questo non è possibile, perché, praticamente, tutte le società che ho preso in considerazione hanno fatto crescita esterna, il che mi impedisce di dire se ci siano delle vere correlazioni fra decisione di quotare e numero di dipendenti. Questo, ovviamente, per onestà intellettuale.

**VESAN**

Chiedo scusa, solo una precisazione rispetto al numero dei dipendenti: mi fa particolarmente specie il dato 2015, che presuppone che rispetto all'anno precedente CVA abbia avuto 200 dipendenti in meno, per poi riassumerli tutti nel 2016.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

Allora, questa tabella fa vedere il costo del personale in percentuale rispetto ai ricavi, per cui, la percentuale di CVA è una percentuale molto molto bassa, se andiamo a vedere, ad esempio, rispetto… ovviamente poi dipende anche dal tipo di attività che si conduce. Acea ha tutti gli acquedotti, gli acquedotti tipicamente sono a intensità di lavoro molto elevata, per cui non mi stupisce di trovare Acea con un 12%, però, naturalmente, 4% è, obiettivamente, un valore piuttosto… decisamente molto contenuto. Da qui in poi vi ho riportato – ma non li commento – alcuni indicatori di Borsa di prestazione, sostanzialmente, di tutte le azioni quotate nel mercato italiano dal 2014 fino al marzo… fino al gennaio del 2019, delle azioni quotate allo Star, delle utilities quotate, e sono queste, per intenderci, e delle utilities europee quotate, e sono queste. Questi sono gli ultimi 12 mesi, e gli indici sono gli stessi, ma li lascio per la vostra analisi. Questa è la rappresentazione della volatilità, del rischio, e, come potete vedere, il rischio azionario segue, sostanzialmente, un po' l'andamento del ciclo economico. In questo momento siamo in un ciclo relativamente stagnante, e anche il rischio non è particolarmente elevato rispetto a momenti precedenti. Dopodiché qui – solo per le vostre analisi – ho riportato una serie di aziende, queste sono utilities europee, queste sono utilities italiane, e queste sono delle aziende che operano nel settore delle rinnovabili a livello europeo. Per queste aziende ho condotto una serie di analisi numeriche che, credo, possano essere eventualmente di interesse per le vostre analisi e future decisioni, per esempio vi ho riportato una serie di moltiplicatori di queste società, in modo particolare… potete vedere, in blu è il rapporto fra il valore d'impresa e i ricavi, nel caso delle utilities europee, in rosso lo stesso parametro, ma nelle utilities italiane, e in grigio il gruppo delle aziende europee che opera nel settore delle energie rinnovabili, e, se voi vedete, vi ho portato i dati dal 2013 fino alle previsione che Bloomberg fa per il 2019-2020. Vedete che sono un poco più chiare rispetto ai dati, invece, di consuntivo. Questi sono numeri abbastanza convergenti. Questo è il rapporto, forse, più comune che vi ho citato anche prima, è il rapporto fra valore d'impresa e margine operativo lordo. Se voi andate a prendere il panel delle aziende italiane per il 2018, vedete che quotano circa 7 volte il margine operativo lordo, mentre le utilities europee 7,3 volte, e le rinnovabili in Europa 8,3 volte. Volevo farvi vedere …, questi sono altri indicatori, ma non mi soffermo su questi, semplicemente perché si tratta di valori molto tecnici, che possono, nelle mie intenzioni, alimentare la discussione della Commissione, piuttosto che essere rilevanti per la mia presentazione, vi volevo invece mostrare, perché questo è un tema che nei lavori della Commissione più volte è uscito, quale sia la conseguenza sull'eticità dei comportamenti, sostanzialmente, sulla sensibilità, sull'ambiente, sui fattori sociali, e sui fattori di governance che impattano una volta che la società dovesse essere quotata, e qui ho buone considerazioni da sviluppare con voi. Al solito, in azzurro è il panel delle utilities europee, in giallo è il panel delle utilities italiane, e in grigio il gruppo delle aziende che operano nel settore delle rinnovabili in Europa, e questi sono i tre indicatori, questo è l'indicatore del rispetto ambientale, questo è l'indicatore del rispetto delle condizioni di socialità, e questo è l'indicatore del rispetto delle condizioni di governo delle imprese. Come potete osservare, le società quotate, e in particolare le società


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

quotate italiane che operano nel settore delle utilities, hanno valori di rispetto ambientale, di rispetto sociale, e di rispetto di governo delle imprese estremamente elevati. Allora, per intenderci: quanto a rispetto ambientale sopra a 30 è considerato buono, e qua siamo a 48; qui sopra a 60 è considerato buono, e in linea di principio siamo sopra a 70; qui siamo nella componente di rispetto del governo, delle regole di governo delle imprese, sopra 50 è considerato buono, e siamo sempre in condizioni buone. Stupisce un po' il fatto che le rinnovabili europee abbiano valori tendenzialmente sempre più bassi rispetto alle utilities. Se vi dovessi dire la ragione, in realtà non la so, ma quello che mi viene da dire è che probabilmente le utilities di per se stesse, essendo storicamente più consolidate, avendo ragionevolmente una presenza sul mercato più prolungata, hanno, magari, una maggiore sensibilità su aspetti che sono più tipici di aziende consolidate rispetto ad aziende innovative, però è un mio commento personale che va assolutamente al di là di quello che i numeri di per se stesso dicono. Per cui, alla domanda "una società quotata, in termini di sensibilità, in termini di eticità, in termini di rapporto con il territorio, ha un comportamento ancora consonante con le aspettative che è necessario avere rispetto, soprattutto, alle dinamiche ambientali", considerando che qua si gestisce acqua, se andiamo a vedere gli animali comparabili con i quali ho fatto i raffronti, verrebbe da dire di sì.

**NOGARA**

Mi scusi, c'è solo la Consigliera Minelli che vuole farle una domanda. Prego.

**MINELLI**

Volevo soltanto chiederle: il grafico, questo, relativo alla – chiamiamola – sensibilità etica ambientale, sulla base di quali parametri viene redatto? Cioè dal punto di vista dell'impatto delle strutture, o ci sono altri parametri che vengono presi in considerazione? Grazie.

**DALLOCCHIO**

Allora, sia gli operatori che lavorano per monitorare i cosiddetti indici ESG – environmental, social and governance, ambientale, sociale e di governo dell'impresa –, parametri che prendono in considerazione partono, in linea di principio, dal bilancio di sostenibilità e dalle relazioni annuali che i Consigli di Amministrazione fanno in tutta Europa relativamente, e sempre più approfonditamente, a questi aspetti. Per esempio: vanno a valutare quali sono le dimensioni di emissioni di $CO_2$, e se c'è una riduzione; vanno a valutare quali sono state le iniziative che la società ha intrapreso per ridurre l'inquinamento senza che fossero normativamente obbligatorie; vanno a valutare quali sono state le iniziative che i dipendenti hanno intrapreso per perorare e sviluppare la cultura del rispetto ambientale nei confronti dei terzi, per cui non al loro interno, ma verso l'esterno. Sono tutti una serie di parametri che, sostanzialmente, due operatori, Bloomberg e Thomson Reuters Eikon, monitorano puntualmente, e questo lo fanno, naturalmente, a tutti e tre i livelli, io ho citato alcuni dei parametri ambientali, ma lo fanno a livello sociale, e, ad esempio, a livello di governo d'impresa, vanno a vedere quanti sono gli amministratori indipendenti presenti


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

nel Consiglio di Amministrazione; se il Comitato Remunerazioni e Nomine si è riunito, quanto volte si è riunito, e se ha preso delle decisioni definitive, ad esempio, in merito alla remunerazione del top management; vanno a vedere se ci sono, ad esempio, nel Consiglio di Sorveglianza, o nel Collegio Sindacale, la Presidenza è stata lasciata a minoranze, sono tutti elementi che consentono di qualificare una governance, e sono proprio parametri, per cui, poi... sono parametri che hanno dei valori assoluti, e che poi vengono messi in relativo rispetto agli animali simili, ecco, rispetto alle aziende, che poi fanno parte di quello che io ho definito il panel.

**NOGARA**

Mi scusi, professore, sono stato ripreso da un Commissario, chiedendo che, almeno, se ha voglia di un caffè, di fare una pausa caffè, o di bere qualcosa.

**DALLOCCHIO**

Devo dire che un caffè lo bevo volentieri.

**NOGARA**

Grazie.

*****

I lavori vengono sospesi dalle ore 11.35 alle ore 11.45.

*****

**NOGARA**

Bene, colleghi, se vogliamo continuare, do nuovamente la parola al professor Dallocchio. Prego.

**DALLOCCHIO**

Grazie, Presidente. In realtà la mia presentazione è quasi finita. Durante l'interruzione è emerso un quesito che forse vale la pena di condividere subito quanto a risposta e a risultati, nel senso che la domanda che mi è stata rivolta è: è possibile fare un'emissione che preveda l'assegnazione prioritaria di una quota delle azioni a residenti in Valle, piuttosto che a una popolazione identificata, i dipendenti della società, piuttosto che? La risposta è: sì. Il mercato, in linea di principio …, i mercati, in linea di principio, ammettono quello che in gergo tecnico si chiama "quota riservata a family and friends", qui sarebbero non family and friends, ma probabilmente residenti in Valle, e questo è naturalmente possibile fare. È necessario, naturalmente, che in valore assoluto, sia per il singolo, sia come quota complessiva, non sia un valore particolarmente elevato, perché, evidentemente, il mercato considererebbe questo come un privilegio destinato a pochi, per cui è necessario mantenere un equilibrio, ma io credo che una quota del totale nell'intorno dell'1-2% al massimo del totale del collocamento destinato a prenditori particolari e privilegiati sia assolutamente possibile. Diciamo che non vedrei un collocamento


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

privilegiato superiore all'1% del totale, ecco, metterei in questo modo. Ho poi fatto un'analisi – e sono le ultime considerazioni che vi sottopongo – di valore, nel senso che mi sono messo nei panni della Commissione e ho provato a dire: ma quale potrebbe essere una valorizzazione che si potrebbe pensare di ottenere nel momento in cui la società dovesse essere collocata? E per fare questo – vi dico subito che non ho delle risposte precise – ho semplicemente ripreso gli stessi gruppi di aziende con i quali ho confrontato prima sui valori ambientali, sociali e di governo d'impresa CVA, e sono venuto fuori con un gruppo – lo vedete – di società che operano nel settore delle utilities in Europa, e sono quelle che ho dettagliato qui, dopodiché – e lo vedrete fra poco – ho selezionato le utilities italiane, e poi ho fatto un'analisi di società che operano nel contesto delle rinnovabili in Europa. La domanda che mi sono posto è: quali sono i multipli che il mercato esprime in questo momento, per l'esattezza nel corso del 2019, rispetto al valore d'impresa – EV vuole sempre dire enterprise value, o valore lordo d'impresa – e questi sono i multipli leading, scusatemi, vuole dire quelli che il mercato reputa per il 2019 in chiave prospettica 2019, non è ancora finito, evidentemente, per cui non potrebbe essere diversamente. Questo è il rapporto enterprise value sulle vendite, questo è il valore… è il rapporto, scusatemi, fra valore d'impresa e il margine operativo lordo, poi ci sono altri indicatori, ma mi interessano in modo particolare questi. Quanto in media il mercato esprime in termini di moltiplicatore del margine operativo lordo? In questo momento lo potete vedere, siamo nell'ordine dei 7,3-7,4, cioè sono all'incirca sette volte e mezzo l'Ebitda, questo è quanto il mercato esprime in chiave prospettica rispetto al 2019. Banalmente: quanto potrebbe valere applicando questo parametro, che è tratto da un gruppo – lo vedete – di una trentina di imprese utilities europee, quanto potrebbe valere la nostra società in termini di valore lordo? Diciamo 7,5 volte il suo margine operativo lordo. Vi ricordo, sono 120 milioni nel 2017, dovremmo avere il dato 2019, che io evidentemente non ho, per cui …, però, se fosse il valore del 2017 sarebbe 120 milioni, per 7,5 volte, il che, evidentemente, ci porta a qualcosa nell'intorno dei 900, del miliardo, con, naturalmente, la deduzione della posizione finanziaria netta, che lì era di 170 milioni, per determinare il valore del patrimonio economico. Se dovessimo guardare il moltiplicatore delle vendite, il moltiplicatore delle vendite – lo vedete qua – è circa una volta e mezzo, il che vuole dire che il moltiplicatore delle vendite sarebbe più generoso nei confronti della società, perché una volta e mezzo vorrebbe dire 800 e passa milioni per 1,5, evidentemente farebbe 1,2. Per cui, con una valorizzazione a vendita sarebbe sicuramente più valorizzata, la società. Se vogliamo andare a vedere i valori italiani, siamo sostanzialmente non su valori molto diversi. Le utilities italiane vengono valutate 1,5 volte il loro fatturato, ancora una volta circa 1,2 miliardi per CVA, e circa 6,7-6,9 volte l'Ebitda. Più o meno siamo su valori non completamente differenti da prima. Se volessimo andare a vedere il settore delle rinnovabili, il settore delle rinnovabili è molto più generoso, molto più generoso, lo vedete subito a livello di moltiplicatore del margine operativo lordo, che varia intorno all'8,3-8,4 volte, ma, soprattutto, i valori del fatturato sono estremamente più generosi, anche perché, evidentemente, si tratta di fatturati molto più contenuti. Non dimentichiamoci che CVA non potrebbe mai essere valorizzata quattro volte, o sei volte il fatturato, semplicemente perché la componente più importante dei suoi ricavi non è affatto


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

dei rinnovabili, ma è di attività di vendita in senso stretto. Ho fatto anche un'analisi di transazioni recenti. I numeri che ho tratto prima erano relativi – lo ricordate – a società quotate, queste, invece, sono a compravendite di società non quotate e che operano nel settore idroelettrico, per cui animali molto simili a CVA, e, come potete vedere, qui è interessante, perché? Nel settore idroelettrico vengono pagate, le società, molto di più rispetto alle utilities. Se voi vedete, il moltiplicatore del margine operativo lordo, che viene fuori dall'analisi di queste compravendite, che sono rappresentate nel mio lucido, è circa 13,4 volte. Per cui, nel settore idroelettrico, che nell'ambito delle utilities è particolarmente redditizio, e considerato sotto il profilo ambientale particolarmente importante, i valori che vengono pagati sono molto più alti, voi vedete, 13-14 volte il margine operativo lordo. Ricordo che il margine operativo lordo di CVA è molto elevato nella componente idroelettrica, il che ci porterebbe a dire che la valorizzazione che se ne potrebbe desumere per un'ipotesi di quotazione potrebbe essere particolarmente generosa, in particolare per la parte idroelettrica. Questo è un gruppo di transazioni particolarmente interessante, perché, evidentemente, ha a che fare specificamente con il contesto dal quale CVA ritrae il livello di marginalità più elevato.

**VESAN**

Solo una domanda rispetto a questa tabella: ci sono tipologie di acquisizione diverse, in alcuni casi vendite di quote di minoranza, in altri il totale, o una quota di maggioranza, e anche qui i valori cambiano in modo significativo. Sostanzialmente, da quello che si evince in questa tabella, è che in caso di vendita di quote di minoranza il margine di redditività è più alto rispetto alla vendita di quotazioni totali o di maggioranza, vero?

**DALLOCCHIO**

Allora, effettivamente qua le quotazioni …, l'ho lasciato volutamente questo, perché, come potete osservare, ci sono acquisizioni di totalità, 100%, e acquisizioni anche di minoranze, e magari minoranze qualificate, 49 piuttosto che 43%. Il punto è che le minoranze, che vengono acquisite, sono tendenzialmente minoranze qualificate, per cui sono comunque valori che si avvicinano al 50%, per cui lasciano, in ogni caso, la possibilità di avere un potere di influenza non trascurabile, perché, ovviamente, quando ci si avvicina al 50%, ci possono addirittura essere degli accordi, per cui… partono quasi degli accordi di pariteticità nell'ambito della gestione, e questo, soprattutto, quando ci sono degli operatori grandi che vanno ad acquisire degli operatori di dimensioni più contenute. Per cui, è vero, però io, anche se non conosco la storia di queste acquisizioni, stimo che ci sia ragionevolmente anche un accordo da parte delle società per poter avere una sostanziale co-gestione dell'entità risultante, e, fra l'altro, non è neanche tanto distante da quello che si vede in questo lucido, dove, peraltro, le acquisizioni sono quasi esclusivamente di maggioranza assoluta. Questo è un gruppo di acquisizioni di società operative nel settore delle rinnovabili in Italia. Fra l'altro vi segnalo… perché vi ho messo le acquisizioni in questi due contesti, cioè rinnovabili e idroelettrico? L'ho messo perché rinnovabili e idroelettrico rappresentano complessivamente forse l'85% della redditività complessiva di CVA, mentre la parte retail,


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

la parte vendita, per intenderci, fa tanto fatturato, ma fa poco margine. Per cui è per questo motivo che ho proprio isolato queste due acquisizioni, questi due gruppi di acquisizioni. E, se andate a vedere, anche nel settore delle rinnovabili i premi pagati rispetto al margine operativo lordo sono molto più alti di quelli che avete visto prima sulle utilities, se guardate, comunque, è 11,2 volte. Il che vuole dire che nei due contesti, questo, e quello precedente, dov'è prevalentemente presente CVA, i premi pagati… – "premi" è improprio – i moltiplicatori pagati rispetto al margine operativo lordo sono significativamente superiori, 13 e 11, rispetto alle public utilities, che invece, come ricorderete, avevano moltiplicatore nell'ordine del 7-7,5 massimo. Qui ho inserito anche le reti, ma soltanto a titolo.

**NOGARA**

Mi scusi, c'è il Consigliere Gerandin che voleva farle una domanda. Prego.

**GERANDIN**

Grazie, Presidente. Grazie, professore. Davvero, molto interessante, è stata un'illustrazione davvero molto interessante, anche perché, comunque, per quello che mi riguarda, è, diciamo, un argomento totalmente nuovo, per cui sono degli scenari che …, bisogna avere delle persone che comunque conoscono quello che può essere il mercato azionario, quella che può essere la prospettiva per avere almeno qualche idea, ma la mia domanda era, da una parte molto semplice, dall'altra, probabilmente, anche, diciamo, una domanda di prospettiva: CVA – come lei ben sa – è una società in house, è una società pubblica, e, a volte, rispetto alle strategie, alle scelte che lei ci ha illustrato, vale a dire delle strategie di valorizzazione della società, dell'impresa, perché io immagino che, diciamo, l'illustrazione nasca da come si può valorizzare CVA, le società pubbliche a volte si trovano di fronte anche a delle scelte che non sempre sono delle scelte, diciamo, legate meramente a quello che può essere un profitto, un profitto immediato, un profitto in termini economici, diciamo, tangibili da subito, possono essere fatte delle scelte che magari in prospettiva pagheranno, però …, siamo di fronte a scelte, diciamo, di prospettiva, al famoso "pagherò". Allora la mia domanda è molto semplice, legata al fatto che lei ci ha detto che per, comunque, presentarsi a un processo di quotazione bisogna avere delle strategie, delle prospettive, piani di sviluppo, e quant'altro, io volevo capire: eventualmente, se si andasse in questo senso, in una collocazione di una parte, diciamo, di quello che è una parte della società in Borsa, quali sarebbero le possibilità che continuerebbe ad avere il socio di maggioranza, in questo caso il pubblico, la Regione, rispetto a delle scelte di prospettiva di questo genere? Quale potrebbe essere il condizionamento di un azionariato, seppur di minoranza, legato al fatto che io magari faccio delle scelte che, non so, di carattere ambientale, di carattere strategico dal punto di vista, diciamo, di prospettiva legato, non so, a una Valle d'Aosta totalmente free, per dire, che sono delle scelte che non pagano immediatamente? Per cui vorrei capire qual è il condizionamento che potrebbe imporre, o eventualmente condizionare la scelta di maggioranza, un azionariato di minoranza che, io immagino, che chi investe voglia avere risultati. Ecco, per cui… magari è una domanda molto …


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

Una domanda molto chiara, per la verità, e di non facile risposta. Allora, provo a risponderle prendendo due prospettive diverse: la prospettiva del management della società e del mercato, che, purtroppo, avrà a che fare con i risultati trimestrali, semestrali e annuali. Un manager che deve annunciare che la redditività sta declinando, attenzione che la redditività può declinare non solo in valore assoluto, ma soprattutto in valore relativo. Mi spiego. Ricordate che prima dissi che il rapporto margine operativo lordo sul fatturato rimaneva relativamente costante nel tempo, ora, se io facessi un investimento importante, che non mi dà redditività immediata, ma che è mirante esclusivamente a migliorare la qualità delle emissioni nell'ambiente, qualsiasi cosa quest'espressione voglia dire, la prima cosa che succede è che il manager che fa un investimento di questo genere nel trimestre successivo all'investimento ha aumentato gli investimenti, non ha aumentato la redditività, declinano gli indicatori di performance, e questo lo può mettere in imbarazzo, sicuramente. Per cui c'è un tema di comportamento nel breve periodo. Uno potrebbe essere interessato a non fare anche degli investimenti – al di là dell'ambiente – importanti semplicemente per non peggiorare il denominatore della frazione, dove al numeratore ci sta il risultato economico, qualsiasi esso sia, e al denominatore ci stanno gli investimenti che uno fa. Questo è vero per tutte le società quotate. L'orizzonte temporale di breve periodo è un mal di pancia che sicuramente molte società quotate si trovano a dover affrontare. Altro fronte, che è quello della responsabilità sociale e del comportamento. Allora, qui gli studi accademici sono abbastanza uniformi, le società che si comportano con orizzonte di breve periodo sono quelle che hanno nel lungo periodo la peggiore performance, sono le società che sono destinate ad essere penalizzate dal mercato, e questo gli investitori sanno, tanto più che c'è una sempre crescente, non ancora fortissima, ma una sempre crescente correlazione fra il comportamento su quelle variabili ambientali e sociali che dicevo prima, e le prestazioni di Borsa. Ovviamente, se uno ha un orizzonte di lungo periodo si comporta in modo corretto, è molto sensibile alle tematiche ambientali e sociali.

Per cui, questa crescita nel tempo del rapporto fra responsabilità ambientale, sociale e di governo d'impresa, e performance, e prestazioni di lungo periodo delle società quotate, fa sì che il management illuminato incominci a liberarsi del problema del breve periodo. Se poi mi chiede: ma realmente tutti i manager si disinteressano del breve periodo per guardare al lungo periodo? La mia risposta è: probabilmente no.

**NOGARA**

Prego, Lucianaz.

**LUCIANAZ**

Ho sentito parlare prima di società in house, che lei sappia, a sua esperienza, ci sono situazioni dove una parte, come nel nostro caso, delle concessioni delle acque, sono gestite in house dall'Ente pubblico, o partecipate, eccetera, a tariffe particolari, mentre il resto va sul mercato, quindi un'altra società con massimizzazione di profitti, eccetera?


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

Non sono specificamente pronto quanto a studio o a esperienza su questo tema, le devo però dire che naturalmente un Ente pubblico in qualsiasi momento può avocare a sé, posto naturalmente che la scadenza delle concessioni glielo consenta, l'esercizio di un certo tipo di attività che al pubblico è destinata, per cui, questo sicuramente in linea di principio è possibile. Il mio tema, in questo momento, come rappresentante, e come studioso di mercato, è che la grande maggioranza della redditività di CVA è legata proprio all'utilizzo di quella risorsa idrica, che è quella che fa i due terzi del margine operativo lordo, privato di quello CVA sarebbe una società che io non so se il mercato accetterebbe volentieri. La mia risposta è probabilmente no, nel senso che avrebbe un fatturato molto alto, perché comunque l'attività di vendita è quella che genera… ma delle marginalità che, probabilmente, non la renderebbero appetibile per gli investitori.

**NOGARA**

Prego, Consigliere Minelli.

**MINELLI**

Grazie. Lei ci ha aiutati a sviscerare bene quello che è lo scenario di una società quotata in Borsa, e abbiamo sicuramente appreso molte cose che non sapevamo. Le faccio una domanda un po' diversa, però credo che lei abbia tutte le competenze per potermi rispondere: nello scenario, invece, di una società che dovesse scegliere di voler rimanere interamente pubblica, a suo avviso quali sono le scelte, le azioni che dovremmo prendere, e che la società dovrebbe continuare, per essere comunque una società valida e attiva sul mercato?

**DALLOCCHIO**

Io credo che, dovendo rimanere una società pubblica, ci siano alcuni passi che comunque sarebbe bene che venissero percorsi. In primo luogo, sarebbe necessario definire qual è la politica degli investimenti, compatibile, naturalmente, con le necessità di cassa che l'azionista di massimo livello ha bisogno, il che, naturalmente, darebbe la stura al tema: quali sono le risorse disponibili per la crescita, e per la crescita esterna. Secondo tema essenziale, a mio modo di vedere, sarebbe comunque relativo al governo d'impresa, ovverosia, fissare delle regole che, indipendentemente dal fatto che la società sia quotata, o non lo sia, determinano con chiarezza chi ha il diritto di fare che cosa, e chi sono le persone che hanno in mano la possibilità di definire le strategie e il futuro, sostanzialmente, della società. Il terzo passo sarebbe un passo fondamentale, che riguarderebbe il comportamento rispetto alla normativa vigente, ovverosia, sarebbe necessario sviluppare un'analisi comparativa rispetto a quello che la società quotata potrebbe fare in termini di libertà e flessibilità imprenditoriale/manageriale rispetto a quello che, ragionevolmente, potrebbe fare come società pubblica, Madia e conseguenze relative, per cercare di mettere in analisi, di fare una comparazione fra ciò che potrebbe succedere nel caso della quotazione, cioè nel caso della privatizzazione, rispetto al mantenimento della condizione di società 100% pubblica. Da


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

ultimo, vedrei strettamente necessario un processo di trasparenza, ovverosia, pur essendo una società – e adesso sembra un contrasto – non pubblica, nel senso che non è public, ma che è privata, e non è vero, perché in realtà è tutto pubblica, ma comunque, essendo una società che non ha obblighi di comunicazione e di trasparenza all'esterno, ecco, una società di queste dimensioni, dovrebbe adottare delle politiche assolutamente similari da una società quotata in termini di nomine, in termini di compensi, in termini di Comitati, perché anche una società di questo genere potrebbe assumere una struttura simile. La condizione, però, fondamentale, è l'analisi comparata: che cosa posso fare in termini di libertà strategico-manageriale e imprenditoriale da quotata rispetto a che cosa posso fare essendo società 100% pubblica.

**MINELLI**

Ovviamente tenendo conto degli obiettivi che uno dà.

**DALLOCCHIO**

Certamente, che infatti sono il punto numero 1.

**NOGARA**

Collegandomi a questo suo ultimo intervento, e a quanto è stato detto prima anche con il Consigliere Vesan, è da marzo 2018 che, praticamente, la società… l'azienda CVA è completamente bloccata, perché non ha l'autorizzazione per muoversi sul mercato per gli investimenti. Allora, anche il piano di investimenti che era stato presentato per il 2018 non può essere svolto, fatto, perché per la legge Madia tante cose non si possono fare, e vedo in un'azienda come CVA, chiamiamola privata-pubblica, come vuole, una grossa problematica, ma proprio per le incombenze che ha nella pubblicità in quello che può fare e quello che non può fare, questo è il grosso problema che vediamo in questo momento, perché, come le dicevo, da marzo 2018 qualsiasi attività che la CVA ha presentato all'Amministrazione regionale non è andata avanti, perciò è in una situazione di blocco completo. La parola a Vesan, grazie.

**VESAN**

Sempre relativamente all'appetibilità sul mercato, per cui i dati che ci ha citato prima sono comunque confortanti, nonostante una situazione in cui, sostanzialmente, negli ultimi cinque anni CVA ha avuto una perdita di fatturato con un ordine di grandezza del 30%, una perdita dell'Ebitda con un ordine di grandezza del 25%, ma essendo questi due cali, diciamo, con trend simile questo dovrebbe tranquillizzarci sulla quotazione; un incremento di mezzi di terzi, sostanzialmente l'indebitamento, che avevamo visto che era molto basso, ma che negli ultimi cinque anni è passato, se non abbiamo analizzato male gli ultimi bilanci, da 300 a 700 milioni di euro. Il problema grosso, probabilmente, è il prelievo di utili e riserve, che, pur potendolo citare come fattore positivo, in realtà è arrivato, negli ultimi cinque anni, a – il dato che abbiamo noi – 540 milioni di euro, una volta e mezzo il capitale sociale, per intenderci, visto che parliamo di una società che rispetto alle altre è comunque relativamente


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

piccola. Quello che ci chiediamo è: in una situazione di Borsa come quella attuale, io ho Il Sole 24 Ore di sabato che cita il fatto che a livello europeo nel 2019 le IPO sono calate del 94%, che di fronte a una crescita della Borsa, sempre europea, media, del 12,8%, è un dato fortemente negativo per quello che riguarda la nuova quotazione in Borsa, stiamo parlando di un dato che ha un valore di due mesi, essendo relativo all'inizio dell'anno, però è un dato tendenziale significativo, visto che le tempistiche per la quotazione in Borsa sono comunque un elemento fondamentale, sulla scorta di questi parametri ci chiedevamo se a fronte di una situazione di mercato di questo tipo, e delle attuali condizioni di CVA, fosse veramente così impellente il fatto di far partire una IPO in queste condizioni. Grazie.

**DALLOCCHIO**

Allora, non mi sono ritrovato sui numeri del debito, secondo me il debito al 2017, però, ripeto …, forse ho anche qua la semestrale 2018, vediamo se riesco ad essere …

**VESAN**

I mezzi di terzi, io ho citato …

**DALLOCCHIO**

Sì, sì, sì, certo. Dunque, vediamo un istante … Sì, allora, il totale dei mezzi di terzi a giugno è di 200 più 400, 680 milioni, di questi, però, naturalmente, è necessario tenere in considerazione che vi è dentro il trattamento di fine rapporto, che vi sono passività per coperture di derivati, vi sono debiti commerciali, per cui questi non sono debiti finanziari in senso stretto, per cui, debiti finanziari in senso stretto li stimo qualcosa nell'intorno dei 500 milioni, forse qualcosa di meno. Debiti finanziari vuole dire portatori di oneri finanziari. A fronte, peraltro, però, devo dire, di una liquidità di circa 270 milioni, sono 266 … no, di più, chiedo scusa, 303 milioni, che sono liquidità che potrebbe essere utilizzata per compensare il debito, per cui, il debito complessivo, come dico, a mio modo di vedere, è di 200 milioni, ed è relativamente sostenibile, 217, se non ricordo male, il valore preciso. Tema della quotazione. Allora, la riduzione del 94% nei primi due mesi dell'anno 2019, probabilmente ci saranno stati in tutta Europa dieci quotazioni, è sufficiente che quest'anno ce ne sia stata una o due, che c'è un …, per cui è statisticamente, su due mesi, un numero piuttosto limitato. Una cosa è certa: oggi come oggi le condizioni dei mercati finanziari non sono particolarmente favorevoli per le quotazioni. Non lo sono per, io credo, tre ordini di motivi, tutti macro economici, non specifici delle singole società. Il primo tema è, naturalmente, la guerra doganale fra gli Stati Uniti e la Cina, che è qualche cosa che sta impaurendo il mondo quanto proprio a potenzialità di sviluppo economico del sistema economico globale nel suo complesso; il secondo tema è il fatto politico, noi andiamo incontro, in Europa in particolare, a elezioni europee che potrebbero mettere in serio dubbio il rapporto storico fra social-democrazia e cristiano-democrazia nel governo del sistema politico europeo nel suo complesso, e questo sicuramente spaventa in modo particolare le imprese, più che le imprese gli operatori di mercato e gli investitori; il terzo grande tema, che di nuovo è di natura macro, sicuramente non riferito alle singole imprese, è che per tanto tempo i mercati azionari sono


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

cresciuti senza soluzione di continuità, il che fa pensare che ad un certo punto ci debba essere uno scalino. Se avete visto prima la volatilità, che era uno degli indicatori che vi ho fatto vedere, la volatilità in questo momento è particolarmente piatta, il che potrebbe voler dire o che i mercati non considerano che ci sia un rischio vero alle porte, o il contrario. C'è un indice che si chiama VIX, che misura la volatilità, che in questo momento non è particolarmente elevato, ed è tipico nei momenti precedenti la tempesta. Per cui, è vero che non c'è tanta volatilità in questo momento, ma potrebbe esserci una tempesta all'orizzonte semplicemente perché i mercati azionari da tanto tempo sono cresciuti costantemente, e allora, che ci sia un rilivellamento questo è possibile. Ecco, questi tre macro indicatori fanno sì che il mercato non sia particolarmente acceso, non sia particolarmente elettrico e non favorisca in modo particolare le quotazioni. Se vi dovessi dire, queste sono tre situazioni che hanno una durata di qualche mese, le elezioni europee le abbiamo a maggio, la guerra dei dazi fra gli Stati Uniti e la Cina al momento sembra che vada verso un armistizio, i mercati e il loro livellamento è qualche cosa che è difficile stimare quanto a durata potenziale, tuttavia mi stupirebbe molto che una situazione di questo genere dovesse perdurare nel tempo. Allora, il mio suggerimento, se questa Commissione, e poi naturalmente il Consiglio regionale, dovessero decidere per la quotazione, sarebbe di prepararsi per poter attivare il meccanismo e accendere il motore in un tempo il più breve possibile, ma non attendere perché il mercato in questo momento non è favorevole, semplicemente perché comunque da questo momento …, se al 31 di marzo la Commissione dovesse favorevolmente relazionare al Consiglio, e il Consiglio dovesse favorevolmente votare rispetto all'ipotesi di quotazione, comunque ritengo che prima di giugno-luglio non sia proprio tecnicamente possibile fare una quotazione, e da qua a giugno-luglio le cose sotto il profilo dei mercati potrebbero cambiare radicalmente.

**NOGARA**

Ci sono altre domande? Se non ci sono altre domande ringraziamo …, ah, mi scusi, collega Vesan.

**VESAN**

Ho preso il posto di Mossa, quindi devo fare un po' di domande in più. Il piano seguito fino ad ora, per quello che riguarda la cessione di CVA, quello che è stato sospeso, ma … e sulla scorta del quale è partita la nostra analisi, non prevede in nessuna maniera il reinvestimento, oppure la divisione, la cessione al socio unico di quelle che sono le liquidità derivanti dalla quotazione in Borsa, la stessa percentuale è ancora … di quotazione, è ancora relativamente vaga, anche se siamo in quest'ordine di grandezza, si parlava del 30%, se invece l'indicazione è andare in regime Star probabilmente dovrà essere almeno il 35. Ecco, la mancanza di questi dati, e di queste decisioni già definite in un processo di quotazione in Borsa, possono creare dei problemi da un punto di vista della quotazione dell'azione e della loro valorizzazione?


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

La mia caldissima raccomandazione alle Autorità regionali è di chiarire assolutamente e ben prima di richiedere ufficialmente l'eventuale accesso al mercato azionario telematico, chiarire prima quanti denari saranno assoggettati a investimento da parte della società, per cui quanto sarà un aumento di capitale destinato allo sviluppo, quanto, eventualmente, sia la componente che rimarrà nelle casse di Finaosta, e poi della Regione, fatto 100 il valore di quotazione, evidentemente. Questo è prioritario su tutto. Il mercato non ama una mera offerta pubblica di vendita, che vuole dire: vendo le azioni, azionista di maggioranza, e porto a casa i soldi senza dare un euro alla società, questa è la tipica OPV, il mercato non la ama, il mercato ama almeno un'operazione mista, in parte OPV, e in parte OPS, cioè con aumento di capitale destinato a finanziare la società, se poi fosse tutto OPS il mercato lo gradirebbe probabilmente ancora di più. Per cui, lo vedo come un passaggio semplicemente nodale per poter dire che cosa ne fai di quelle risorse.

**NOGARA**

Grazie, professore. Sarà sicuramente cura di questa Commissione dare queste indicazioni sulla relazione finale. C'è ancora il Consigliere Vesan, e poi il Consigliere Gerandin.

**VESAN**

Giuro che è l'ultima. Le analisi che ci ha fatto vedere precedentemente sulla triple bottom line, cioè, diciamo, i risultati da un punto di vista sociale e ambientale, e chiamiamolo economico, insomma, legati alla governance, che ci sono stati illustrati sono, però, quelli rigorosamente legati a società quotate in Borsa, perché un'analisi di questi valori e del rispetto, se vogliamo, della priorità sociale, o ambientale, da parte di società interamente pubbliche immagino che sia assolutamente diverso, comunque, come valori rispetto a quello che ci ha prospettato. Volevo solo sapere se esisteva un'analisi di altro tipo, e se concorda con questa diversa valutazione. Grazie.

**DALLOCCHIO**

Allora, effettivamente è proprio così, le analisi che ho mostrato sono relative a società quotate, e sono relative a società quotate semplicemente perché sono quelle quotate che danno accesso al tipo di informazioni che è necessario avere per poter costruire questi parametri. Non sono a conoscenza di studi condotti in chiave assoluta, o comparativa, su società pubbliche, comunque a partecipazione pubblica, che non siano quotate, non escludo affatto che qualche ricercatore, magari, andandosi a spulciare i bilanci di queste società, comunque qualcosa in argomento abbia fatto, però non c'è nulla di standardizzato, come invece è il rapporto che vi ho mostrato in precedenza. Per cui, no, non sono a conoscenza di studi specifici su società che non siano quotate.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**LUCIANAZ**

Posso fare una domanda?

**NOGARA**

C'è un attimo prima il Consigliere Gerandin, un attimo, poi faccio fare. Prego.

**GERANDIN**

Grazie. Ancora una domanda: eventuali contenziosi in Tribunale possono condizionare un processo di quotazione in Borsa? Le dico perché, come lei ben saprà, CVA ha ancora in essere un contenzioso con Water GenPower, di cui era … diciamo, era socia per un determinato periodo, è un contenzioso che giudico non di poco interesse, in quanto andiamo a parlare di quelle che erano le famose turbine cinesi, per cui… volevo sapere qualcosa in merito. Grazie.

**DALLOCCHIO**

Sì …

**NOGARA**

Mi scusi, volevo solo chiarire, in base a quello che ha detto ora il Consigliere Gerandin, a livello penale, per ora, non c'è ancora assolutamente niente, c'è solo a livello civile, civile e non penale. Prego.

**DALLOCCHIO**

Allora, sì, qualsiasi contenzioso …, io, superficialmente per la verità, però, sono andato a vedere i contenziosi sia con i clienti, sia ho esaminato la posizione di contenzioso civilistico che è in corso, appunto, con… Non solo la risposta è positiva, sì, c'è un impatto decisamente sul valore di quotazione, ma, addirittura, il prospetto informativo che viene redatto prima della quotazione prevede un'elencazione dei rischi relativi, e anche un tentativo, dov'è possibile, naturalmente, di quantificazione, per cui, sì.

**GERANDIN**

Grazie.

**NOGARA**

Prego, collega Lucianaz.

**LUCIANAZ**

Rapidamente: si verifica spesso il caso che una società venga quotata per eludere una normativa statale? Nel nostro caso, era indispensabile, a un certo punto, quotarla per non sottostare a una certa legge?


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

Allora, non ho una statistica, per cui non sono in grado di rispondere puntualmente. Il fatto che alla ricerca di flessibilità società che hanno, o per motivi di normativa, pubblica, o magari per motivi di natura ereditario-familiare, richiesta di accedere al mercato per superare dei vincoli, che magari patti di famiglia, piuttosto che, hanno messo in campo, nella mia esperienza, sì, esistono situazioni di questo genere. Per avere flessibilità.

**NOGARA**

Prego, Consigliere Vesan, per l'ennesima domanda.

**VESAN**

Grazie, Presidente. Chiedo perdono a tutti, volevo approfittare, però, della presenza del professore, legata al fatto che lui ha anche esperienza in quello che riguarda merger and acquisition, e siccome c'è una possibilità, solo teorica fino a questo punto, invece di cessione di quota della società, che è ventilata dal fatto che sono uscite sui giornali informazioni legate a possibili offerte, trattative, di cui non conosciamo molto di più, se non il fatto che siano interessati ad acquisire, comunque, se non ho capito male, una quota maggioritaria della società, se poteva eventualmente darci un'idea su cosa potrebbe succedere, per quello che riguarda CVA, e i suoi, diciamo, quattro rami aziendali, in caso di acquisizione da parte di una società economicamente e dimensionalmente significativamente più grande della nostra della quota maggioritaria della società. Grazie.

**DALLOCCHIO**

Allora, posto che come, così, studioso di mercato personalmente, ma è totalmente irrilevante per i lavori di questa Commissione, io auspicherei, se c'è un desiderio di cessione, che sia il mercato ad accogliere questa società, piuttosto che un altro privato, o comunque para-privato, semplicemente perché i mercati italiani, l'avete visto, l'ho detto in apertura, avete visto, 600 miliardi di capitalizzazione, rispetto, se voi prendete la Francia, questo valore rispetto al prodotto interno lordo è quasi il doppio, e la Francia non è una grande Nazione di tradizione finanziaria, la Germania ancora di più, per cui secondo me le belle società sarebbe bene che si ragguagliassero al mercato, piuttosto che al mondo privato. Questo però è irrilevante… è un'affermazione personale del tutto slegata rispetto ai contenuti del lavoro di questa Commissione. Un'operazione fra privati è un'operazione… "fra privati" detto impropriamente, perché …

**VESAN**

Sì …

**DALLOCCHIO**

… però, diciamo, non di mercato, mettiamola in questo modo, è un'operazione che potrebbe avere due conseguenze. Allora, lei diceva bene, io insegno da tanti anni merger and acquisition, per cui, operazioni di finanza straordinaria, allora, un dialogo fra privati


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

potrebbe portare alle casse della Regione, e comunque a Finaosta, a parità di altre condizioni più soldi, per cui, se lei vende domani mattina il 50%, 51, 52, 49, numeri a caso, di CVA, ad un privato, porta a casa più soldi che se mette in Borsa il 40, 50, 51 di CVA. Gli studiosi parlano di sconto di Borsa, IPO discount è l'espressione, semplicemente per dire che se tu metti in Borsa un titolo lo devi rendere appetibile, e perché sia appetibile non deve essere particolarmente costoso, perché altrimenti i sottoscrittori non ci sono, mentre in un dialogo fra privati io posso volere il massimo dalla negoziazione. Per cui, se la domanda è "avrebbe interesse la Regione a intavolare una trattativa per cedere ad un privato una quota di CVA", la mia risposta è: se la Regione ha intenzione di massimizzare nel breve periodo gli introiti, sì. Naturalmente, una società quotata ha l'orizzonte di crescita, per cui, oggi potrei collocare ad un prezzo più basso rispetto ad una cessione di una partecipazione a un privato, ma se detengo nel lungo periodo quelle azioni la mia aspettativa è che il valore delle azioni cresca e mi più che compensi di quello che oggi potrei portare a casa vendendo ad un privato. Non so se ho risposto.

Allora, la presenza di un potete interlocutore – continuo a definirlo privato – privato comporta, evidentemente, l'entrata di una guida terza e superiore, nel senso che quando dimensionalmente uno è in grado di fare un'operazione su CVA lo fa perché ha le spalle sufficienti per poter esercitare un potere di indirizzo strategico, se no l'operazione non la fa. Vero è che ha una bella capacità di generazione di cassa, per cui potrebbe essere interessato anche semplicemente alla produzione di dividendi nel lungo periodo, ma questo, ragionevolmente, è più un operatore finanziario che lo fa, è il private equity, l'operatore industriale, io ho letto di Iren, e ho letto di Swisspower, operatori di questo genere sicuramente sono interessati alla cassa, ma sono anche interessati, evidentemente, all'esercizio di un governo strategico che prenderebbero in serissima considerazione. Naturalmente, nessuno è in grado in questo momento di dire, in una negoziazione libera fra parti, quali tipi di vincoli potrebbe porre la Regione rispetto all'esercizio della delega strategica della società in un rapporto con un interlocutore privato come Iren, o come Swisspower, però secondo me sarebbe perdere tempo sedersi al tavolo con un operatore industriale, pensando che l'operatore industriale generosamente abdichi al suo ruolo, e lasci la Regione a fare quello che vuole della società.

**NOGARA**

Grazie. Una cosa ancora che mi è venuta in mente, tornando alla domanda che aveva fatto il collega Gerandin: la CVA, a suo tempo, che era già partita per la quotazione in Borsa, aveva già segnalato quali erano le problematiche, in questo caso con la Water GenPower, già all'Ente borsistico, diciamo, ed era già abbastanza avanti su tanti lavori, è chiaro che dovrà ricominciare per certe cose, ma tante cose erano già state messe in piedi. Se non ci sono altre domande, io ringrazierei sentitamente, veramente, il professor Dallocchio, perché ci è servito moltissimo, io penso di parlare a nome di tutta la Commissione, per la sua esperienza e per le cose che ci ha detto, e i consigli, soprattutto, che ci ha dato. Grazie.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**DALLOCCHIO**

Vi sono molto grato per avermi ascoltato fino adesso, e per avermi invitato. Poi, come ho detto, io mi sento sicuramente molto vicino alla Valle d'Aosta, venendo in Valle da più di quarant'anni della mia vita, per cui, spero di aver contribuito un minimo alle scelte che questa Commissione dovrà assumere.

* * *

Alle ore 12.30 il Prof. DALLOCCHIO lascia la sala di riunione. I lavori vengono sospesi e riprendono nel pomeriggio a partire dalle ore 15.40 quando prende parte alla riunione il Prof. AICARDI.

Si procede nuovamente alla registrazione degli interventi ed alla messa in onda della diretta streaming della riunione

* * *

***Prof. Nicola AICARDI***

**NOGARA**

Buon pomeriggio professore Aicardi e do un buon pomeriggio anche a tutti gli ascoltatori. Come lei ben sa, professore, siamo in streaming, in diretta. Allora prima di iniziare, dopo averle dato anche il benvenuto a nome della Commissione speciale, volevo solo dirle un paio di precisazioni. Prima di darle la parola, nel 2016, con la legge regionale 24, all'articolo 27 comma 1, era stata autorizzata la quotazione in borsa di CVA, che è stata sospesa con l'articolo 22 della legge n. 14 di stabilità 2019-2021 e, in seguito a questa sospensione, è stata istituita la Commissione …, il Consiglio regionale ha votato una risoluzione che deliberava la costituzione di una Commissione consiliare speciale, con l'incarico di procedere all'analisi delle determinazioni in merito ai seguenti scenari: avere una società interamente pubblica, una società quotata in borsa o altre forme societarie e di stabilire, quindi, che al termine del proprio operato 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. Prima di iniziare, volevo avvisarla, ma l'ho già avvisata all'inizio, che siamo in diretta streaming. Abbiamo già provveduto, gli uffici hanno già provveduto ad inviarle le domande, alcune domande dei miei colleghi che alcuni Consiglieri avevano stilato, così per darle una traccia sulla partenza, appunto, della sua relazione. E, quando inizierà tra brevissimo, se può presentarsi per sapere quali sono le sue conoscenze e la sua attività e il suo pregresso come professionista. Grazie. Prego a lei la parola.

**AICARDI**

Grazie, Presidente; grazie a tutti dell'invito. Ovviamente mi fa molto piacere essere qui in questa occasione. Sono quelle occasioni belle e importanti per un professionista, per illustrare l'oggetto dei propri studi e delle proprie conoscenze. Io sono professore ordinario


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

di Diritto amministrativo nell'Università degli Studi di Bologna, quindi ho una preparazione di tipo pubblicistico, nel campo del diritto pubblico, quindi non sono un esperto del versante commerciale della quotazione, quindi la procedura in concreto di quotazione in borsa, le regole di governance e quant'altro, ma sono ovviamente studioso del tema della partecipazione degli enti pubblici a società di capitali e poi anche il tema che ho visto essere oggetto dei vostri quesiti delle concessioni di derivazione idroelettrica. Quindi insomma temi attinenti alla Pubblica amministrazione. Faccio anche attività professionale, in quanto professore a tempo definito e quindi è consentito – come penso sia noto – lo svolgimento di attività professionale. Quindi sono anche avvocato e sono socio di uno Studio di Bologna, lo Studio Legale Caia e associati, il cui dominus è il professor Giuseppe Caia, che forse penso sia un nome noto a qualcuno di voi. Sono insomma allievo del professor Caia e socio di Studio assieme ad altri colleghi e, come attività professionale, ci occupiamo dei temi delle utilities e abbiamo fatto attività di consulenza o di difesa nel giudizio di vari operatori del settore. Quindi questo è il mio background. Anche dal punto di vista delle mie pubblicazioni, mi sono occupato dei temi energetici, dei temi delle concessioni e anche dei temi delle società a partecipazione pubblica. Adesso, per esempio, dovrebbe uscire a breve un mio contributo in un trattato sui contratti pubblici proprio sul tema delle …, un trattato diretto dalla professoressa Sandulli e anche da dei Consiglieri di Stato. Il tema che mi hanno affidato è proprio quello delle società miste insomma. Quindi gli oggetti del mio studio sono pertinenti con gli oggetti dell'audizione di oggi pomeriggio. Detto questo, come procediamo? Con un inquadramento della materia o entriamo nel vivo?

**NOGARA**

Sì, veda lei in base alla traccia che si è fatto sulle domande che le abbiamo posto, di fare una relazione su quanto le abbiamo chiesto.

**AICARDI**

Ovviamente dico all'inizio cose che sicuramente sono note a tutti. Abbiamo questa novità rappresentata da questo testo, cosiddetto testo Madia, Testo Unico Madia – io preferisco chiamarlo Testo Unico sulle Società Partecipate, il TUSP abbreviato – è uno dei decreti delegati attuativi della legge cosiddetta Madia, della Legge 124/2015, che aveva dato al Governo una serie di deleghe legislative per riordinare una serie di settori dell'Amministrazione pubblica, tra le quali anche quello delle società partecipate e quindi questa fonte ha, in larga parte, le caratteristiche proprie del Testo Unico, quindi del testo che raccoglie e sistema e razionalizza norme che in gran parte erano già esistenti nell'Ordinamento, tant'è vero che, per esempio, quella norma sul limite di scopo delle società a partecipazione pubblica esiste fin dal 2007 insomma. C'era stata una serie di stratificazione di norme nelle varie o leggi annuali di stabilità e di bilancio oppure nei vari Decreti Legge sulla cosiddetta spending review che avevano creato in maniera un po' affastellata e disorganica varie… avevano posto in essere varie disposizioni in tema di società partecipate, tutte aventi per obiettivo quello della razionalizzazione della spesa pubblica in sostanza e anche della promozione della concorrenza e quindi, giustamente, il Legislatore ha detto sono


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

maturi i tempi per fare un Testo Unico che raccolga e riorganizzi e risistemi questa normativa. E questo è stato fatto – poi è criticabile finché si vuole – ma è stato fatto con il Decreto Legislativo 175/2016, poi corretto, come ben sapete l'anno successivo, con le successive modifiche ed integrazioni. Questo testo ha sostanzialmente due oggetti: da un lato il primo oggetto è quello di disciplinare le modalità, le forme e i limiti con cui gli enti pubblici possono partecipare a società, quindi possono acquisire e detenere partecipazioni. Quindi da un lato il testo ha come destinatari gli enti pubblici, le Amministrazioni Pubbliche socie dirette o indirette di società di capitali. Dall'altro lato, poi, crea per le società a controllo pubblico e meno per quelle a mera partecipazione pubblica una disciplina speciale derogatoria rispetto al diritto societario comune. Quindi vi sono alcune regole, ma le conoscete sicuramente meglio di me, quelle relative al numero e alla composizione degli organi di amministrazione, quelle relative alla selezione del personale. Sono sicuramente deroghe anche significative rispetto al normale regime di Diritto Societario comune. Però per tutto quanto non derogato dal Testo Unico Partecipate vale la clausola di rinvio alle disposizioni del Diritto Privato. Quindi l'articolo 1 comma 3 di questa fonte è molto importante, perché afferma in maniera senza mezzi termini, per altro riprendendo una norma che già esisteva in un Decreto Legge del 2012, che per tutto quanto non derogato dalle disposizioni del presente Decreto si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel Codice Civile e le norme generali di Diritto Privato. Quindi queste sono deroghe da interpretare, da applicare in senso stretto, perché per tutto quanto non espressamente derogato con queste norme che quindi sono espressamente qualificate come norme speciali, norme derogatorie, vale invece il regime societario di diritto comune. Quindi non c'è …, il legislatore rifiuta quella sorta di assimilazione che taluno ha cercato di fare in via interpretativa della società all'ente pubblico, cioè a volte taluno in dottrina è stato tentato di dire: "Beh, visto che questa società in realtà esiste per volontà di soci pubblici e persegue finalità che hanno interesse generale, eccetera, eccetera, nella sostanzialmente potrebbe essere qualificata come ente pubblico e, quindi, le si applica a tappeto il regime dell'ente pubblico e non il regime privatistico". Questa è una interpretazione, una strada che non può più essere oggi seguita alla luce di questa previsione che, ripeto, era già contenuta in una norma del 2012 e che è stata confermata nel Decreto Legislativo del 2016. Quindi sono deroghe specifiche e puntuali rispetto ad un contesto che è quello del Diritto Privato e quindi eventualmente per le società poi quotate in borsa anche il contesto delle norme sulla quotazione in borsa, il Testo Unico di Finanza e quant'altro. Le finalità di questa disposizione, di questo Testo Unico, sono indicate nel comma secondo dell'articolo 1 e sono la efficiente gestione delle partecipazioni pubbliche, la tutela e la promozione della concorrenza del mercato e la razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica. Quindi gli obiettivi, appunto, sono quelli da un lato della gestione efficiente, razionale e attenta alla spesa pubblica del sistema delle partecipate; dall'altro anche l'obiettivo della promozione della concorrenza di mercato. Quindi le partecipate, laddove ci può essere un mercato – un mercato concorrenziale – le partecipate in teoria non dovrebbero esserci o comunque dovrebbero essere del tutto adeguate alle società private per poter competere ad armi pari con le società private sul mercato. Quindi questa è la logica. Laddove il Legislatore consente


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

agli enti pubblici di continuare a detenere delle partecipazioni in società che operano sul mercato concorrenziale, in concorrenza con altri operatori economici, è evidente che anch'essere devono essere poste sullo stesso piano rispetto agli operatori privati, per poter competere ad armi uguali. Quello che, con questo solito termine inglese, si chiama il level playing field, cioè le regole uguali per tutti. Il campo di gioco dev'essere livellato, dev'essere uguale per tutti i competitori. Ecco, quindi da un lato, per quanto riguarda gli oggetti possibili di queste società, alcuni sono oggetti che riguardano eminentemente l'ente pubblico socio, perché gli oggetti ammissibili delle società partecipate sono rendere dei servizi strumentali all'ente pubblico, quindi la società che risponde al modello dell'in house providing, dell'autoproduzione interna di servizi rivolti all'ente pubblico oppure anche servizi di interesse economico generale che vengono offerti alla collettività, quindi vengono resi alla collettività ma sulla base di una assunzione di questa attività come servizio pubblico da parte dell'ente pubblico. Quindi l'ente pubblico ravvisa che una certa attività di interesse generale non può essere adeguatamente svolta dalle imprese presenti sul mercato; ritiene che per poter realizzare determinati obiettivi d'interesse generale occorre che ci sia una società a partecipazione pubblica e quindi intende assumere una determinata attività come servizio pubblico e una determinata attività di interesse generale, quindi non un'attività strumentale verso l'ente ma generale verso la collettività, però non ritiene di lasciarla alla libera gestione del mercato, non ritiene di liberalizzarla ma ritiene che essa rappresenti un servizio pubblico e, quindi, l'assume come tale e, sulla base poi di un contratto di servizio, l'affida a questa società partecipata. Quindi da un lato ci sono queste società che comunque perseguono degli obiettivi che sono direttamente d'interesse dell'ente pubblico socio, perché appunto, ripeto, sono entità strumentalo oppure entità deputate ad erogare servizi di interesse economico generale sulla base di un atto di affidamento del socio pubblico; dall'altro ci sono le società di mercato. Questa è una distinzione che è sempre stata fatta anche in dottrina. Ebbene, sul fronte delle società di mercato non c'è dubbio che proprio ai fini della promozione della concorrenza, il Decreto 175 restringa il perimetro degli oggetti ammissibili per le società di mercato, però alcuni di questi oggetti rimangono. Ad esempio, proprio per parlare di un tema che qui interessa, la produzione di energia da fonti rinnovabili non è in senso stretto un servizio d'interesse economico generale, perché è un'attività che, in base alla legislazione europea e nazionale, è liberalizzata, cioè chiunque nel nostro Paese può produrre energia e massimamente da fonti rinnovabili senza necessità di avere un titolo concessorio da parte di un'Amministrazione pubblica. È una normale attività di impresa. Poi magari ci sarà la concessione ma del bene, che serve per esercitare l'attività di impresa, ma non dell'attività d'impresa. Quindi non è un'impresa di servizio pubblico come può essere un'impresa che eroga un servizio di trasporto pubblico locale o un servizio di distribuzione della stessa energia o del gas o dell'acqua. Quindi è un'attività liberalizzata, però è un'attività che viene espressamente consentita. Ce ne sono anche altre. Per esempio qui sicuramente d'interesse per la Valle sono le attività attinenti alla gestione degli impianti di risalita, che mi sembra che siano espressamente menzionate; ci sono… per esempio io vengo da Bologna, un tema che ci sta molto a cuore è il tema delle società per la gestione delle fiere e dell'organizzazione di eventi fieristici. Anche queste sono attività di mercato, perché sono attività esercitate in


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

regime di piena concorrenza. Pensate, le fiere hanno una concorrenza che è su scala anche europea se non addirittura mondiale. La fiera di Bologna va a fare delle fiere in Cina, per dire. Però il legislatore ritiene che comunque ci possa essere una qualche ragione, una qualche giustificazione per mantenere questo tipo di partecipazione. E poi un settore che viene espressamente slegato dal tema dell'oggetto sociale è quello delle società quotate. Essenzialmente, il legislatore con il 175 cos'ha voluto? Ha voluto dire che laddove gli enti pubblici vogliano mantenere la proprietà di società e anche il controllo – perché no? – di società che operano sul mercato in regime concorrenziale, la via maestra che può consentire anche di prescindere dagli oggetti indicati nell'articolo 4 del 175 sicuramente è quella della quotazione. Tant'è vero che per le società quotate prima dell'entrata in vigore del Decreto c'è una salvezza totale, no? Nell'articolo 26 comma 3 si dice che comunque le Pubbliche Amministrazioni possono mantenere le partecipazioni in società quotate detenute al 31 dicembre 2015. Quindi lì diciamo che per il passato c'è una salvezza totale. Quindi, a mio avviso, non devono sottoporle nemmeno ai processi di revisione, di razionalizzazione, non devono andare a discutere del loro oggetto perché è una salvezza di una situazione pregressa. Però anche pro futuro la quotazione in Borsa sicuramente consente a queste società di non avere il limite degli oggetti indicati nell'articolo 4, proprio perché le società quotate non sono menzionate nell'articolo 4 e poi consente loro… Quindi da un lato, nel momento in cui l'ente pubblico decide di acquisire una partecipazione o di quotare una propria società non incontra questi vincoli con riguardo all'oggetto della società e, conseguentemente, poi anche alla società laddove debba fare acquisti di ulteriori partecipazioni non deve passare per questo sistema di autorizzazioni preventive; dall'altro lato non si applicano nemmeno queste particolari regole di diritto societario speciale sulla governance, sul personale al caso delle società quotate. Perché dico questo? Forse dovevo dirlo prima, ma lo dico adesso. Perché la norma di nostro riferimento, ma immagino la conosciate già, è il comma 5 dell'articolo 1, il quale afferma che "Le disposizioni del presente Decreto si applicano solo se è espressamente previsto alle società quotate, come definite all'articolo 2 comma 1 lettera p), nonché alle società da esse controllate". Quindi, tra l'altro, qui è stata modificata proprio con l'ultima Legge di bilancio. Si fa riferimento all'intero gruppo societario, cioè alla società quotate e tutte le sue controllate, quindi quelle che entrano nel perimetro del consolidamento del bilancio di gruppo. Tutte queste società, quindi la quotata che normalmente è la capogruppo e le sue controllate, sono sottoposte alle disposizioni del Decreto 175 solo se espressamente previsto e, se noi andiamo a leggere questo Decreto 175, le troviamo menzionate in poche e rare disposizioni. Quindi, ripeto, per esempio già il tema delle finalità perseguibili non fa riferimento alle società quotate. Si dice le Amministrazioni pubbliche, attraverso società, possono svolgere solo determinati tipi di attività ma non si parla di società quotate. Quindi la società quotata non è interessata al limite di scopo e al limite di attività. Stesso dicasi per gli oneri di motivazione analitica della scelta di acquisire o mantenere partecipazioni, perché anche qui le società quotate non sono espressamente menzionate. Dov'è che sono espressamente menzionate? Sono menzionate soltanto nell'articolo 8 terzo comma, il quale prevede che solo il primo atto con cui un ente pubblico decida di acquistare partecipazioni in società quotate debba essere sottoposto alle regole di motivazione di questa scelta. Quindi


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

solo nel momento in cui un ente pubblico entra in una società quotate per la prima volta, cioè nel caso in cui l'operazione comporti l'acquisto della qualità di socio, abbiamo questo onere di motivazione iniziale. Dopodiché invece questi oneri di motivazione non ci sono più e quindi anche il mutamento delle quote di partecipazione o tutte le operazioni che possono essere compiute a valle dalle società quotate non sono più toccate dalle regole del Decreto 175. E poi sono menzionate nell'articolo 9, dove si fa riferimento a chi esercita i diritti… è una norma diciamo meramente procedurale che individua chi all'interno delle varie Amministrazioni pubbliche è titolare della competenza ad esercitare i diritti del socio e, tra l'altro, poi per le società regionali si fa riferimento alle discipline stabilite dalla Regione, ovviamente. Fa parte della potestà di autoorganizzazione della Regione, quindi la legge dello Stato non mette becco su questo aspetto. E poi c'è una disciplina dei patti parasociali, che si applica anche eventualmente per le quotate, però insomma sempre argomenti abbastanza di nicchia. Poi, per esempio, invece nell'articolo 14 comma quinto le quotate sono espressamente escluse dalla disciplina del tema della crisi dell'impresa e dei limiti alla possibilità per l'Amministrazione pubblica di sottoscrivere aumenti di capitale, fare aperture di credito, trasferimenti straordinari, rilasciare garanzie, eccetera, eccetera a favore di società partecipate che abbiano avuto tre esercizi consecutivi in perdita. Questo divieto non vale per le società quotate. E poi c'è, come forse senz'altro già sapete, l'iter per la quotazione in Borsa delle società a controllo pubblico, che è disciplinato dall'articolo 18, e poi questa disciplina transitoria che ormai ha cessato di avere applicazione, che consentiva, nei primi 18 mesi dall'entrata in vigore di questo Decreto Legislativo di non applicare le disposizioni del Decreto Legislativo medesimo se era stata assunta una decisione di quotazione in Borsa e quindi, nelle more dell'iter di quotazione in Borsa, si consentiva a questa società quotanda di non essere sottoposta per i primi 18 mesi alle disposizioni del Testo Unico. Questi questo è sostanzialmente il quadro. Insomma, volendo riassumere, il Testo Unico 175 vuole limitare la presenza dei soci pubblici nelle società per ragioni di razionalizzazione della spesa pubblica e per favorire la concorrenza. Questo è l'obiettivo manifesto; d'altra parte al Governo dell'epoca si diceva vogliamo portare la partecipate da ottomila a mille. Quindi non è nascosto questo obiettivo. E quindi, ripeto, si riducono i possibili oggetti delle società controllate o partecipate, limitandoli solo a dei settori che non sono settori di mercato, perché sono settori in cui le società operano come enti strumentali dell'Amministrazione pubblica oppure come società che svolgono servizi di interesse generale; o, in taluni casi, possono avere limitatamente degli altri oggetti di mercato. Gli esempi li abbiamo già fatti prima. Però il legislatore non impedisce agli enti pubblici di continuare a mantenere delle partecipazioni in società di mercato, che operano al 100 percento come normali operatori di mercato, seguendo il diritto societario comune, ma chiede che ciò venga fatto attraverso la quotazione in Borsa. La quotazione in Borsa è la via maestra indicata dal legislatore nazionale per far sì che gli enti pubblici possono continuare a detenere quote di partecipazione in società di mercato che possano effettivamente comportarsi come delle società di mercato. Questo per altro ovviamente, come immagino sia stato già detto anche stamattina, non implica che queste società siano fuori da ogni tipo di controllo. Questo va detto e non importerebbe nemmeno ricordarlo, perché, come tutti sappiamo, le società quotate in Borsa sono


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

sottoposte alla vigilanza di un'apposita autorità di settore – la CONSOB – che pone una serie di obblighi informativi di trasparenza forse ancora maggiori di quelli che sono posti a carico delle società a partecipazione pubblica e poi comunque sono sotto il faro anche delle altre autorità di regolazione di settore. Penso all'autorità garante della concorrenza del mercato ed, eventualmente, se la società opera nel settore delle utilities anche gli interventi dell'ARERA, ovviamente. Quindi quotazione non significa minore grado di trasparenza, minore grado di controllo, ma significa invece una trasparenza forse rafforzata, elevata e comunque in piena condizione di parità rispetto agli altri players privati che operano sul medesimo… o comunque a partecipazione pubblica ma quotata in Borsa, che operano sul medesimo mercato, anche ormai a livello non solo nazionale, ma a livello dell'Unione europea e anche – perché no? – mondiale, visto che stiamo discutendo della Via della Seta, dell'ingresso dei cinesi nella nostra economia e quindi, insomma, sono temi che dovremmo affrontare ecco, sui quali dovremmo farci delle domande. Penso che comunque indicazione introduttiva possa essere soddisfacente. Poi, ovviamente, sono a disposizione se vogliamo entrare più sui quesiti, sul vivo del…

**NOGARA**

Avvocato, la ringrazio. Adesso senz'altro i miei colleghi avranno delle domande da farle. Farei solo un piccolo cappello sulla situazione che abbiamo noi con CVA, con l'azienda CVA. Si parlava della Legge Madia. La Legge Madia non è da dire che sia una legge buona o cattiva; secondo me, la Legge Madia ha voluto mettere un po' a posto le cose, da non voler mettere in concorrenza il pubblico in fondo con il privato. E allora bisogna prendere delle decisioni e capire dove si vuol andare e cosa si vuol fare. La nostra azienda, in questo momento, è in concorrenza con altre aziende che lavorano in questo settore, però diciamo - ne parlavamo già questa mattina - sulle prime 10-15 aziende italiane è l'unica azienda che non è quotata in Borsa. Allora è interessante sapere da lei quale può essere il futuro – se ha un futuro – e quali possono essere le scelte che questa Amministrazione dovrebbe fare per poter dare la possibilità a quest'azienda di lavorare almeno alla pari, come si diceva prima, con le altre aziende del settore. In più noi abbiamo anche la possibilità con le norme di attuazione. Noi, sia dalla parte concessioni, sia dalla parte della Legge Madia, possiamo intervenire con le norme di attuazione. Ecco, io le vorrei chiedere il suo punto di vista su queste due scelte che potrebbero essere, appunto, la quotazione in Borsa e le norme di attuazione. Come ci si potrebbe comportare?

**AICARDI**

Io sinceramente la quotazione in Borsa la vedrei come la via maestra, la via più semplice, perché è la via tracciata e dettata dallo stesso legislatore nazionale e quindi ci si inserirebbe in un alveo già sperimentato, già tracciato da altri soggetti. D'altra parte, come ricordava lei, Presidente, tutti i competitor di CVA, la maggior parte dei quali sono a partecipazione pubblica – pensiamo Enel, ma anche le utilities locali, IREN, ERA, A2A, eccetera – sono tutte società quotate in borsa. Quindi gli enti pubblici soci hanno consapevolmente perseguito questo percorso e penso che non siano pentiti, nessuno di loro


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

sia pentito di averlo fatto, però sono tutte società che sono ancora saldamente sotto controllo pubblico. In alcuni casi è proprio un controllo di diritto, perché la maggior parte dei voi nell'assemblea ordinaria spetta ad enti pubblici, che sono legati tra loro da patti di sindacato, da patti parasociali e quindi c'è una maggioranza pubblica di controllo o comunque, anche laddove questa maggioranza pubblica non ci sia più, però il controllo è pacificamente un controllo di fatto, perché comunque il resto del capitale sociale è talmente frammentato in una miriade di soci che sono in gran parte soci risparmiatori, soci investitori che non hanno quindi interesse alla governance, alla gestione della società e quindi non partecipano abitualmente alle assemblee e quindi è un dato di fatto che il socio pubblico di maggioranza, cioè lo Stato Italiano – penso al caso delle grosse quotate ENI/Enel – comunque tramite poi la Cassa Depositi e Prestiti esercita il controllo di fatto su queste società. Quindi sono tutte società a controllo pubblico, ma sono tutte quotate. È quindi evidente che possono muoversi come se fossero una società privata, proprio perché le disposizioni del Decreto 175 che le riguardano sono del tutto minimali e riguardano il caso – che non è questo, ma non sarebbe nemmeno quello di CVA – della acquisizione di una partecipazione di una… lì l'articolo 8 riguarda solo questa ipotesi: il caso in cui un ente pubblico ritenga di acquisire una partecipazione in una società quotata che già esista, ma qui invece si tratterebbe di quotare una società che è già di proprietà della Regione e quindi si dovrebbe seguire l'articolo 18. Insomma la norma che ci riguarderebbe è solo quella. Queste altre società, appunto, non… per loro il Madia è come se non esistesse; non si applica. E quindi questo consente loro di operare con quella flessibilità che è necessaria per essere un operatore di mercato. Pensiamo se l'Enel tutte le volte che fa Un'operazione, magari anche all'estero, fa un investimento, acquista una partecipazione, una società magari in Medio Oriente, in Asia, in Cina, in Sudamerica, dovesse chiedere l'autorizzazione del Governo Italiano, sarebbe una complicazione incredibile, anche perché queste trattative il più delle volte si debbono svolgere da un lato in maniera molto riservata, perché, ovviamente, per poter trattare con gli altri operatori, gli altri operatori impongono normalmente delle clausole di riservatezza durante le trattative contrattuali ed è normale. Quindi da un lato c'è un principio di riservatezza; da un lato c'è, invece, un'esigenza di snellezza e di celerità perché insomma gli affari poi sfumano se bisogna aspettare le autorizzazioni amministrative. Quindi questa è proprio la ragione per cui il legislatore ha detto le quotate sono fuori, perché non è pensabile di gestire una quotata con le rigidità della Madia. Quindi una società che deve fare concorrenza alle quotate ma non è quotata è tendenzialmente destinata ad avere un ruolo sempre più residuale, perché è una società che avrà sempre difficoltà a crescere. Potrà mantenersi nel proprio ambito, nel proprio orto, ma adesso io non sono un aziendalista, sono un giurista, ma insomma l'imperativo per qualunque imprenditore è crescere, no? La strada è sempre una strada in salita, mai tirare il freno a mano, sempre pigiare l'acceleratore e andare avanti. E quindi se abbiamo le ruote quadrate perché le nostre ruote sono dettate dal 175 non ci caviamo i piedi. Lì la strada … Ho visto – era oggetto dei quesiti, quindi mi son preparato perché ovviamente è una domanda a cui bisogna dare una risposta articolata – il tema delle norme di attuazione. Allora le norme di attuazione dello statuto speciale, questa fonte molto particolare che è prevista dal vostro statuto all'articolo 48 bis, consente appunto,


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

sulla base di un iter che conoscete voi meglio di me, di approvare disposizioni di attuazione dello statuto speciale o comunque, come dice l'articolo 48 bis, "Disposizioni per armonizzare la legislazione nazionale con l'Ordinamento della Valle d'Aosta, tenuto conto delle particolari condizioni di autonomia attribuite alla Regione". Ecco, però io l'uso dello schema dello strumento della norma di attuazione lo vedrei laddove la Regione volesse disciplinare in maniera parzialmente difforme rispetto al Decreto 175 le società che sono dei suoi bracci operativi, delle sue entità strumentali. Il discorso che facevamo prima. Allora queste società sono legate a doppia mandata con l'Amministrazione Pubblica. Sono degli strumenti attraverso i quali la Regione persegue degli obiettivi che ineriscono al suo indirizzo politico. Penso a tutte le società strumentali, in house e anche le società affidatarie di servizi d'interesse economico generale. Allora questo tema, anche secondo la giurisprudenza della Corte costituzionale, è considerato un tema, una materia di competenza regionale. Quindi la disciplina delle società di carattere strumentale o comunque che erogano servizi d'interesse economico generale è una disciplina che appartiene alla sfera delle competenze delle Regioni e anche delle Regioni a statuto ordinario. Tant'è vero che - se qualcuno di voi ricorderà – la famosa recente sentenza della Corte Costituzionale che ha dichiarato incostituzionale la Legge Delega, la Legge Madia nella parte in cui non prevedeva l'intesa con le Regioni anche nella disciplina delle società partecipate, che cosa ha detto questa sentenza? Ha detto attenzione, il tema delle società partecipate sì è vero che è un tema che appartiene in larga parte alla legislazione esclusiva dello Stato, perché? Perché le materie che vengono in rilievo sono due: l'ordinamento civile, cioè il diritto privato, perché le società sono a tutti gli effetti degli enti di diritto privato e la materia della tutela della concorrenza. Ambedue, come è noto, materia di competenza legislativa statale esclusiva. Quindi in questi ambiti, dice la Costituzione, il legislatore ben avrebbe potuto prescindere da qualunque intesa con le Regioni, però dice in realtà il tema delle società partecipate tocca anche le società strumentali, le società o quelle comunque che erogano servizi di interesse generale per la collettività in forma di servizio pubblico. Allora dice questo tema è un tema che, invece, coinvolge anche le competenze regionali. Tant'è vero che c'era stata una sentenza del 2013 che aveva dichiarato incostituzionale il famoso Decreto Bersani, quello sulle società strumentali, perché diceva non è lasciato nessuno spazio di autonomia alle Regioni nella decisione su cosa fare di queste società strumentali, perché sono in qualche modo cosa loro; sono, in senso lato, parte della loro organizzazione amministrativa. Allora se la norma di attuazione volesse dare una disciplina diversa, particolare, adattata all'autonomia regionale delle società strumentali, delle società in house, benissimo, non vedrei nessun problema, però nel momento in cui volesse dare una disciplina particolare di una società di mercato vedo un problema di oggetto, cioè siamo sicuri che possa rientrare nell'oggetto delle norme di attuazione, cioè norme che servono per adattare le norme dello Stato al caso particolare della Regione, ma per quanto attiene alla sua sfera di competenza e alla sua autonomia organizzativa? Qui, invece, quello che si vuole fare è dare una disciplina particolare ad una società che la Regione stessa non vuole che sia una sua società strumentale ma vuole che sia a tutti gli effetti una società di mercato e questa norma serve per consentire a questa società di essere un player di mercato. E allora in realtà qui l'attuazione dello Statuto diventerebbe,


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

a mio avviso, un pretesto, cioè io penso che il Governo, che la parte governativa della Commissione Paritetica potrebbe sollevare dubbi di questo genere, perché dice: "Tu vuoi in sostanza rendere questa tua società una società di mercato e vuoi usare uno strumento che però non è stato pensato per questo scopo, perché è stato pensato per disciplinare in modo particolare la tua autonomia, la tua autoorganizzazione come ente, come Regione a statuto a speciale". E quindi direi che, appunto, è una strada a mio avviso difficilmente praticabile proprio in ragione dell'oggetto e proprio anche alla luce della pronuncia recente della Corte costituzionale sulla Legge Madia, la quale ha proprio fatto questa distinzione, cioè la competenza delle Regioni viene in rilievo solo per le società strumentali, ma non negli altri casi in cui valgono, invece, pacificamente le regole del Diritto Privato, le regole della concorrenza e quindi lì la potestà legislativa è una potestà legislativa esclusiva dello Stato e quindi non c'è nessuna esigenza, non c'è nessun potere della Regione di adattare queste norme, che sono norme precipuamente statali, al contesto regionale. Quindi manca, a mio avviso, proprio l'oggetto per una norma di attuazione di questo tipo. E, d'altra parte, il legislatore potrebbe ben dire: "Ma noi non vi abbiamo impedito di avere delle società di mercato. L'unica cosa che vi chiediamo è di usare lo strumento della quotazione in Borsa". Quindi la strada c'è e la Regione non ha titolo per trovarne un'altra, ecco, perché siamo in una materia di competenza legislativa esclusiva dello Stato e non esiste il presupposto, la necessità di adattare questa normativa al contesto regionale. Quindi io sinceramente ho visto questo quesito, era interessante, ci ho riflettuto; ho letto anche studi sul tema dei Decreti Legislativi di attuazione degli Statuti speciali, che ovviamente non è una materia che si tratta tutti i giorni, e sono giunto a questa conclusione. Mi sembrerebbe fuori dall'oggetto. Certo che poi, ovviamente, se si arrivasse ad un accordo politico e quindi in Commissione Paritetica poi questo oggetto passasse e non ci fossero obiezioni in sede di approvazione in Consiglio dei Ministri poi difficilmente una norma del genere potrebbe essere oggetto di una contestazione tale da vanificarla, perché è difficile pensare che ci possa essere poi un domani un qualcuno che, in un ambito di un giudizio, contesti una norma del genere sollevando una questione di costituzionalità, perché qui effettivamente ci potrebbe essere un profilo di incostituzionalità di una norma di attuazione che ha un oggetto così eterogeneo rispetto al normale contenuto delle norme di attuazione. Quindi è una norma che potrebbe essere dichiarata incostituzionale, però ovviamente di fronte all'accordo tra il Governo e la Regione, la contestazione della costituzionalità potrebbe avvenire solo in via incidentale come tutti sapete, cioè nell'ambito di un qualunque processo di un qualunque giudizio in cui una delle parti del giudizio pone o il Giudice solleva d'ufficio la questione di costituzionalità di questa disposizione, che dovrebbe essere applicata in quel particolare giudizio e poi la questione dev'essere rilevante e quindi in quel caso il Giudice può rinviare la questione alla Corte, però anche con tutta la buona volontà mi vien difficile pensare a casi in cui possa un domani sorgere un contenzioso su una norma del genere che però, a mio avviso, anche laddove nascesse sulla base di un accordo politico, nascerebbe con questo vizio di origine, che a mio avviso questo non è un oggetto normale delle norme di attuazione per le ragioni che ho detto e che non sto a ripetere. Quindi questo è il mio punto di vista, però ovviamente se ci sono ulteriori quesiti su questo punto, sono qua, ben volentieri.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**NOGARA**

Grazie, Avvocato. Prima solo di dare la parola al collega Vesan, io le avevo fatto due domande. Lei si è espresso per quanto di competenza sulla Legge Madia; sulle concessioni, secondo lei, è la stessa cosa?

**AICARDI**

No, sulle concessioni invece no. Le concessioni è tipicamente materia da norme di attuazione, tant'è vero che poi il nuovo articolo 12 del Bersani – non Bersani quello di prima, ma Bersani del '99, quello sul mercato dell'energia elettrica – il nuovo articolo 12, come riformato dal Decreto Legge Semplificazioni, fa espressamente salve le competenze delle Regioni a Statuto speciale e delle Provincie Autonome e, quindi, fa evidentemente rinvio anche ad eventuali norme di attuazione. Qui, nel caso della nuova disciplina delle concessioni di derivazione idroelettrica… Ecco, il riferimento – scusate, adesso ho trovato la norma - è al comma 1 octies dell'articolo 12 del Decreto cosiddetto Bersani 79 del '99, come totalmente riscritto oggi nel 2019, in virtù delle Decreto Legge Semplificazioni. Quindi, ecco, facendo salve le competenze delle Regioni a statuto speciale, ai sensi degli statuti e delle relative norme di attuazione, è evidente che prevede che ci possano essere norme di attuazione su questo punto. Sulla necessità, forse, si può anche dubitare, nel senso che questa normativa è già molto generosa nel riconoscere competenze alle Regioni, a tutte le Regioni, anche a quelle a statuto ordinario e quindi, probabilmente, è talmente ampia nell'attribuire poteri alle Regioni che non vi sono forse punti specifici sui quali la Regione Valle d'Aosta possa ritenere di dover far valere la propria autonomia e di dover quindi diversificare la propria disciplina. Tuttavia, se noi facciamo un raffronto con i vostri cugini, se così posso chiamarli, delle Provincie Autonome di Trento e di Bolzano, loro, come immagino sappiate, hanno ottenuto l'inserimento di norme di questo tipo addirittura nello statuto speciale, che può essere emendato con un sistema particolare attraverso una legge ordinaria concordata. Alcune norme dello statuto, tra cui l'articolo 13 che riguardava proprio il tema delle derivazioni idroelettriche, possono essere modificate senza ricorrere ad una legge costituzionale se c'è l'accordo - un accordo di tipo bilaterale – e ciò è stato fatto, quindi dall'anno scorso l'articolo 13 dello statuto speciale della Regione Autonomo Trentino Alto Adige reca delle disposizioni che sono simili a quelle oggi estese a tutte le Regioni, però, come forse qualcuno di voi avrà notato, sono molto meno analitiche. Quindi il rimando alla legge regionale è molto più ampio; l'elasticità, l'autonomia che viene lasciata alla legge regionale è più ampia, perché la norma non… Per esempio, per tutti gli elementi sulle modalità e le procedure di assegnazione delle concessioni vengono disciplinati da questo comma 1 ter dell'articolo 12 del Bersani in maniera abbastanza puntuale. Ci sono una serie di lettere che danno una serie di indicazioni e di paletti su come la Regione dovrà scrivere la sua legge regionale e su come poi dovranno essere confezionati i bandi di gara e dovranno essere gestite le procedure di gara. Nel caso dell'Alto Adige c'è molto meno, quindi ovviamente meno dice il legislatore statale e più è ampia la sfera dell'autonomia regionale. Quindi probabilmente qui, anche con il paragone dell'ordinamento trentino e altoatesino,


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

potrebbero esserci margini per norme di attuazione che vi esonerino da una serie di limiti e di discipline di dettaglio che comunque si trovano all'interno di questo articolo così corposo. Ad esempio un tema che salta agli occhi è quello dell'indennizzo per le opere cosiddette asciutte, che è previsto, sembrerebbe essere previsto solo laddove colui che presenta il progetto, che poi risulta aggiudicatario nella gara, dichiari di voler utilizzare queste opere, di volerle prendere in carico, di volerle acquistare. E allora, ovviamente, dovendole acquistare le dovrà anche pagare. Però questo, in un territorio come il vostro, se questo interesse del concessionario subentrante che vince la gara non ci fosse avremo una situazione di tante opere abbandonate in un contesto territoriale molto piccolo, molto delicato. Quindi, insomma, questo è un tema sul quale, ovviamente, adesso anche dal punto di vista interpretativo si tratta di norme nuovissime e non ci sono ancora indicazioni interpretative, interventi della giurisprudenza; non c'è nulla, quindi ovviamente ci sarà tempo per interpretarle in maniera adeguata, però mi sembrerebbe che la scelta dipenda da quello che vuol fare il nuovo concessionario e quindi qui, per esempio, una norma di attuazione regionale potrebbe invece vincolare maggiormente il concessionario anche a farsi carico delle opere asciutte che, sennò, sarebbero comunque un peso importante per un territorio che non può permettersi, visto il tema del riuso del suolo. Quindi in Valle d'Aosta è un tema ancora più sentito che non nella nostra pianura padana, perché, appunto, si tratta di un territorio piccolo, delicato, fragile e quindi lasciare allo sbando queste opere asciutte e consentire al nuovo concessionario di costruirle ex novo sarebbe, a mio avviso, una cosa che, con una norma di attuazione, potrebbe essere impedito, ecco. Forse potrebbe farlo direttamente anche la legge regionale, però con la norma di attuazione siamo più sicuri, perché la norma di attuazione prevale. È una fonte speciale riservata che ha un grado non dico gerarchico, ma è una separazione di competenza tale da aver un effetto sostitutivo rispetto alla norma della legislazione statale ordinaria.

**NOGARA**

La ringrazio. Prego, do la parola al collega Vesan.

**VESAN**

Grazie, Presidente. Una domanda specifica proprio sulle norme di attuazione. In realtà il Presidente prima ha citato il fatto che le società idroelettriche sono tutte quotate in Borsa, non è così perché l'eccezione delle Province autonome non è solo legata al regime delle concessioni e sue derivazioni ma, grazie ad una clausola inserita nella Madia, hanno goduto diciamo dell'esclusione dalla Madia come se fossero società quotate in Borsa semplicemente per il fatto di aver messo delle obbligazioni. Questo entro una data limite, che era antecedente rispetto all'approvazione della Legge e quindi si è trattato sostanzialmente di una clausola pro domo delle Province autonome del Trentino Alto Adige. Sulla scorta di questo però, trattandosi delle nostre norme di attuazione di norme sostanzialmente di rango costituzionale, è possibile con un'apposita norma di attuazione invece andare, se vogliamo, a trattare con lo Stato - perché di questo si tratta sostanzialmente con le norme di attuazione – per poter ricadere nelle stesse identiche condizioni delle


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

Province autonome? Non stiamo parlando di norme che inquadrino le Regioni a statuto ordinario, ma come specificità espressa per le Regioni a statuto speciale, visto che anche noi nello statuto abbiamo delle competenze specifiche sulle derivazioni idroelettriche, per vedere se la inapplicabilità della Madia possa essere ottenuta, per il tramite delle norme di attuazione che presuppongano la sola emissione di obbligazioni e non la quotazione sul mercato azionario.

**AICARDI**

In realtà questa previsione della Madia sulla salvezza dell'emissione di BOND antecedenti l'entrata in vigore della norma dipende dal fatto che la Madia comunque, come dicevo all'inizio, è un Testo Unico che raccoglie disposizioni che nel passato consentivano, cioè equiparavano alle quotate le società che avessero emesso BOND quotati per tutta una serie di finalità, perché questo non l'ho detto ma lo dico adesso, già nel passato, già da una decina, una quindicina d'anni abbiamo assistito, come vi dicevo prima, a queste norme che via via sono state sempre più severe nei confronti delle società a capitale pubblico, però, guarda caso, pressoché tutte queste normative contenute nelle varie leggi di stabilità o nelle spending review e così via hanno sempre esonerato le quotate Quindi è sempre stato un leitmotiv del nostro legislatore e il più delle volte hanno accompagnato alle quotate le società che avessero emesso BOND quotati. Quindi non è poi solo il caso del Trentino e del Sud Tirolo, ma è il caso anche di vari altri operatori nei settori delle utilities. Magari non nel settore della produzione di rete, ma in altri ambiti. In Lombardia delle società di gestione delle acque o dei rifiuti. Quindi ci sono altri esempi di questo tipo. Quindi è evidente che queste norme non potevano non essere confermate, perché diversamente la Legge Madia avrebbe avuto un effetto retroattivo. Quindi non sono norme di favore per chi in qualche modo sapeva già che la Madia avrebbe detto così, ma sono norme di salvaguardia di situazioni preesistenti, a tutela del legittimo affidamento. Però la volontà del legislatore è proprio quella di dire basta, cioè da adesso in poi lo strumento è solo la quotazione. La quotazione di un BOND non è sufficiente. E quindi forse riproporlo dal punto di vista di una norma di attuazione torniamo sempre al tema di prima, cioè potrebbe essere un oggetto molto eterogeneo rispetto a quel tema che è il tema principe delle norme di attuazione che è quello dell'attuazione degli statuti. Qui effettivamente c'entra poco anche questo. È chiaro, ripeto, con una scelta, come diceva lei, con un accordo di tipo politico tutto si fa e tutto si tiene e, ripeto, il rischio poi a valle di un contenzioso che possa poi vanificare un intervento di questo tipo lo vedo abbastanza limitato. Quindi se la volontà politica in questo senso c'è, può andare anche bene procedere così; se devo dare una risposta da professore universitario direi siamo fuori dell'oggetto lecito delle norme di attuazione, anche con questa scelta di prorogare il termine dell'emissione del BOND. Tra l'altro creerebbe anche una situazione un po' di disparità di trattamento di questa società rispetto ad altre che magari vorrebbero usare lo stesso strumento, ma non avendo la sede legale in Valle d'Aosta, non essendo partecipate dalla Regione Valle d'Aosta non lo potrebbero utilizzare. Quindi lì insomma è una disparità di trattamento che potrebbe anche stridere e quindi poi suscitare una reazione, un contenzioso. Quindi politicamente potrebbe accendere dei fari su questa questione, mentre è


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

evidente che la quotazione sarebbe una cosa talmente ordinaria, talmente nelle corde del Decreto 175 che non dovrebbe suscitare la preoccupazione di nessuno, ma anzi all'opposto, penso che sarebbe salutata da tutti come la scelta logica che un operatore come il CVA deve fare, essendo rimasto l'unico fuori dalla quotazione. Quindi la mia opinione è onestamente in questo senso.

**NOGARA**

Grazie, avvocato. Sì, io intendevo prima, come ha detto adesso l'avvocato, anche per le uniche due che sono Alperia e Dolomiten, che hanno emesso dei BOND obbligazionari, io intendevo che non erano soggette alla Madia; non che fossero tutte quotate. Non è che ho detto una cosa che non era giusta, ecco. C'è qualcun altro che vuole fare delle domande? Prego, collega Lucianaz.

**LUCIANAZ**

Salve, buonasera. Senta, visto che qui la Valle d'Aosta ha condizioni decisamente sfavorevoli per quanto riguarda i fattori produttivi – siamo fuori dai crocevia, anche il costo del lavoro, eccetera – uno dei nostri atout è appunto l'acqua, che ha permesso nei decenni passati che parecchie ditte si trasferissero in Valle d'Aosta per produrre, eccetera. Quale potrebbe essere, al di là della logica del mercato, che stamattina giustamente il professore ci ha spiegato che una società quotata entra nella logica del mercato e ragionerà con la logica di mercato, visto che l'acqua è così determinate per la Valle d'Aosta dal punto di vista turistico, agricolo, eccetera, quali potrebbero essere le condizioni economiche alternative alla società quotata per permettere di avere condizioni economiche valide per quanto riguarda l'utilizzo delle acque sia per l'utenza pubblica che imprenditoriale?

**AICARDI**

La CVA è solo una società che ha la concessione delle acque, però la politica delle acque la fa la Regione, come Amministrazione concedente. E, quindi, anche lo stesso articolo 12 del Decreto Bersani lo ha sempre detto: nel momento in cui va a scadenza una concessione di grande derivazione idroelettrica, l'Amministrazione concedente, quindi nel nostro caso la Regione, deve prima cosa interrogarsi se sia ancora ammissibile l'uso idroelettrico di quell'acqua. Quindi non è un automatismo procedere con la riassegnazione della stessa concessione, perché va sempre verificato in via preliminare che non ci sia un prevalente interesse pubblico ad un diverso uso delle acque, incompatibile con il mantenimento dell'uso a fine idroelettrico. Quindi in realtà non vuol dire che l'operatore economico quotato, non quotato può fare quello che vuole con le acque. Le acque, come tutti sappiamo, sono beni del demanio pubblico; anzi, con una recente norma di attuazione sono state trasferite integralmente al demanio regionale, salvo l'asta principale della Dora Baltea, che è rimasta in concessione, e quindi è evidente che l'Amministrazione pubblica può, in piena autonomia, fare tutte le politiche che ritenga di dover fare sull'uso e la gestione delle acque. E lo strumento, appunto, è quello della concessione e la concessione significa che questo tipo di attività economica – la produzione della fonte idroelettrica – subordinata ad


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

un atto di consenso dell'Amministrazione pubblica, il quale può condizionare l'esercizio di questa impresa al rispetto di tutta una serie di finalità di interesse generale che toccano altre politiche: la tutela dell'ambiente, il turismo e quant'altro. Quindi la garanzia non vi viene né dal fatto di avere una società partecipata; potreste anche non avere una società … All'epoca quando acquistaste da Enel effettivamente la Regione pensò non solo sufficienti i poteri come Amministrazione concedente, ma ritengo che sia più opportuno poter controllare questo gestore anche dall'interno entrando nel suo capitale sociale. Quindi è ovvio che se abbiamo il controllo anche del gestore abbiamo due forme di controllo: il controllo di tipo societario, nella posizione di socio pubblico di controllo, ma rimane a tutti gli effetti il controllo come Amministrazione pubblica concedente, titolare del potere di fare la pianificazione delle acque e di rilasciare le concessioni idroelettriche. Tra l'altro poi adesso non ci saranno più queste durate perenni, secolari che c'erano nel passato. Anche la nuova norma stabilisce durate più ragionevoli, che consentano appunto il ritorno dell'investimento ma senza esagerare. Quindi, insomma, il governo, la governance, il coltello dalla parte del manico – se vogliamo usare un'espressione non tecnica – rimane a mio avviso in capo alla Regione, che non viene catturata dal gestore, proprio perché questi poteri possono essere incisivi e possono essere anche ben disciplinati non solo a livello legislativo, normativo, ma anche all'interno del singolo atto di concessione. Il disciplinare di concessione può scrivere tante cose; può introdurre anche tutta una serie di ipotesi di revoca, di decadenza in caso di inadempimenti. E quindi direi che, se viene usato bene il potere che è un potere amministrativo di concessione del bene pubblico acqua, penso che preoccupazioni di questo tipo non ce ne debbano essere. Bisogna avere delle persone brave, dei funzionari bravi che sappiano fare l'interesse della Regione nella concessione delle acque e poi nel controllo del concessionario per tutta la durata della concessione, che esegua quello che si è impegnato a fare, che esegua le manutenzioni, eccetera, eccetera. Quindi questa è una concessione, non è una semplice autorizzazione. Quando si studia Diritto Amministrativo, anche ai miei studenti, la differenza tra autorizzazione e concessione, l'autorizzazione è quel provvedimento che si dice che rimuove un limite all'esercizio di un diritto preesistente che sta già nell'imprenditore. L'imprenditore ha questo diritto di fare un'attività di impresa, che è liberalizzata sostanzialmente, però in ragione della sussistenza di interessi di carattere generale, l'Amministrazione richiede che quella sua attività sia subordinata ad un permesso di tipo autorizzatorio. Invece, quando l'Amministrazione dà una concessione – e quindi non siamo in regime di autorizzazione ma di concessione – l'Amministrazione cede ad un terzo un diritto che è suo e quindi i rapporti sono poi regolati sulla base di un contratto - il contratto di servizio, il contratto di concessione, il disciplinare, quello che è – e l'Amministrazione ha sempre il potere di revoca, di ritiro della concessione anche per sopravvenuti motivi di interesse pubblico. Quindi ci sono una serie di poteri che il fatto di trovarsi a gestire delle concessioni e non delle autorizzazioni sicuramente vi garantiscono, ecco. Questo lo dico molto onestamente, è così. Se vengono utilizzati bene, sono poteri molto incisivi.

**NOGARA**

Ha chiesto la parola il Consigliere Gerandin. Prego.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**GERANDIN**

Grazie, Presidente; grazie, professor Aicardi. È assolutamente interessante e la ringrazio per quanto ci ha esposto. Volevo porre due domande. La prima è una considerazione. Non c'è ancora un percorso definito per …, lei ha chiamato CVA player di mercato. È un percorso che stiamo ancora valutando, ecco ed è proprio uno dei motivi per cui stiamo facendo questo tipo di audizioni. Può darsi che non ci sia altra strada da quello che si è sentito, per cui probabilmente sarà una sorta di via obbligatoria. Adesso vedremo. Ma la mia domanda è, considerato che comunque lei ritiene quanto meno difficile magari riaprire quelli che possono essere dei termini legati alla sottoscrizione di BOND eventualmente tramite norme di attuazione, perché la vedo anche difficile introdurre una norma di carattere generale in tutto il territorio italiano - sarà già difficile farlo in maniera specifica per la situazione della CVA in Valle d'Aosta, è molto difficile eventualmente riaprire dei termini di questo genere che interessino l'intera Italia – ma la mia domanda è: ammesso e non concesso che riuscissimo a, non so …, o si vada nella direzione di cercare nei limiti del possibile di mantenere questa società CVA pubblica, ma per diversi motivi, ecco, non obbligatoriamente il fatto di valutare solo la via diciamo economicamente più vantaggiosa per questa società, ma magari legate a scelte di carattere di sfruttamento dell'energia elettrica, queste cose qua, noi siamo una piccola realtà, non sarebbe neanche male se fossimo magari, ad esempio, su realtà più grandi per delle scelte che vadano nel senso di sfruttare di più l'idroelettrico ed eventualmente legato ad un discorso ambientale, ecco qualcosa del genere. Però la mia domanda è se mai si dovesse superare questo blocco legato alla normativa Madia e quant'altro, lei ritiene che comunque, essendo e rimanendo società pubblica, avrebbe la possibilità eventualmente di mantenere quello che è il discorso dello sfruttamento delle concessioni senza metterle in gara? Allora noi potremmo, eventualmente, fare una norma sulla base di quelle che sono le norme attuali che vada nel senso di dire: riteniamo che l'interesse pubblico sia prevalente, per cui noi, essendo una società totalmente pubblica, riteniamo di non mettere le concessioni in gara.

**AICARDI**

Dunque adesso sul fatto che la CVA non sia già oggi un player di mercato, mi permetto se mi è consentito, di dissentire perché effettivamente operando in un mercato liberalizzato, effettivamente è un operatore in regime di concorrenza. Non ha mercati riservati; non ha delle esclusive da questo punto di vista, quindi è per quello che ho usato il termine player di mercato. Player di mercato che però, poi, è soggetto ad una normativa che è sicuramente stata pensata per quelle società che non sono società di mercato. L'altro tema che lei ha affrontato, è ovvio che se arrivasse un domani una leggina dello Stato inserita da qualche parte, che riapre il termine per collocare i BOND, benissimo, ci entriamo dentro anche noi e il problema non esiste. Noi? Cioè voi, la CVA. Ed è meno problematica della norma invece fatta ad hoc per la CVA con lo strumento delle norme di attuazione. Sul fatto di poter mantenere in perenne le concessioni in capo alla CVA in ragione del suo essere società a totale partecipazione pubblica, penso che ci possano essere dei profondi ostacoli


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

anche provenienti dall'Unione europea, perché in realtà noi abbiamo visto che una disciplina - immagino che lo sappiate – una disciplina di questo tipo era stata pensata dalle leggi provinciali di Trento e Bolzano, cioè loro avevano pensato a dei diritti di prelazione, a dei diritti di preferenza per le società a partecipazione pubblica, però questa scelta ovviamente non era stata condivisa dagli altri player e quindi in particolare credo fosse stata Edison, che aveva fatto un esposto alla Commissione Europea per violazione dei principi fondamentali della libera circolazione dei servizi e la libertà di stabilimento e ovviamente la Commissione Europea ha avviato una procedura di infrazione nei confronti dell'Italia e poi l'Italia si è dovuta adeguare cambiando … Sapete che questo Decreto 12 del Bersani è stato scritto almeno cinque o sei volte nel corso degli anni e molto spesso queste riscritture sono state imposte dall'ordinamento europeo che, appunto, non consente l'attribuzione di diritti di preferenza o comunque durate perpetue di concessioni per il solo fatto che il gestore sia una società pubblica. E un po' poi l'impossibilità di ricorrere a questo modello si ha anche leggendo la versione finale dell'articolo 12 del Bersani come riscritto quest'anno, perché in una qualche bozza che avevo visto c'era anche la società in house come società di gestione delle concessioni idroelettriche e poi l'hanno tolta. Se ci fosse stata a livello legislativo, ovviamente questo avrebbe consentito anche di attribuire delle concessioni per delle durate lunghe e soprattutto senza gara. Ovviamente si doveva trasformare la CVA in una società in house, con il controllo analogo, eccetera. Però c'è anche da dire che in questa materia il tema dell'in house c'entra un po' fino ad un certo punto, anche dal punto di vista concettuale. Perché? Perché in realtà l'in house è uno strumento che viene usato per svolgere appalti o concessioni nell'interesse dell'ente pubblico socio. Quindi l'in house che cos'è? È uno strumento alternativo ad una gara d'appalto, in cui il contratto d'appalto viene affidato in via diretta ad una società totalmente controllata, con tutti i requisiti che sappiamo. Qui in realtà non c'è né un appalto, né una concessione di lavori o di servizi, ma semplicemente la concessione di un bene pubblico per fare non un qualcosa che è di interesse della Regione, ma per fare una libera attività industriale. Quindi in realtà lo strumento della società in house per fare qualcosa che non è un servizio per l'ente, che non è un appalto per l'ente o non è un servizio di interesse generale da rivolgere alla collettività locale, ma è una semplice attività industriale che, guarda caso, ha bisogno di una concessione perché usa un bene pubblico, l'in house c'entra poco. Proprio concettualmente, logicamente dal punto di vista logico-normativo, ordinamentale mi sembra una situazione non perseguibile, ecco. Bisogna rendersi conto che l'attività di produzione è un'attività liberalizzata; liberalizzata ormai da vent'anni direi. Nel '99 noi abbiamo attuato questa liberalizzazione, quindi ormai è un fatto consolidato. Non c'è più il monopolio dell'Enel. E d'altra parte, non so se l'ho detto prima, ma tornando, paradossalmente se Enel non avesse venduto le centrali qui della Valle d'Aosta a CVA sarebbero state gestite anche qui in Valle d'Aosta da una quotata in Borsa. Quindi alla fine forse quotare in Borsa CVA significa fare assumere a CVA una veste che avrebbe avuto se fosse stata ancora solo una ripartizione territoriale di Enel S.p.A.. Immagino che quando Enel vendette qui era già quotata, perché mi pare che l'operazione fu fatta nei primi anni 2000 e, se non erro, Enel era già stata trasformata in società per azioni da almeno otto anni, perché il famoso Decreto Legge Amato che nel giro di una notte trasformò in società


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

per azioni tutti gli enti pubblici economici è del '92 e mi pare che la quotazione in Borsa sia seguita dopo poco tempo. Quindi insomma c'è stato già un periodo in cui questi impianti appartenevano ad una quotata, però rispetto al territorio non è che facesse poi nessuna differenza, proprio perché, ripeto, il potere concessorio ce l'avete voi come Amministrazione pubblica, come ente Regione ed è un potere amministrativo. E quindi che il concessionario sia quotato o non sia quotato non fa poi grande differenze.

**NOGARA**

Grazie. C'è qualcuno che vuol fare qualche domanda? Prego.

**LUCIANAZ**

Scusi, ma la società in house prevede la fornitura anche per le partecipate dello stesso ente? Cioè, non so, io sto pensando agli impianti di risalita che pagano sorbole di bollette e poi magari il 5 aprile chiudono la stazione perché il contratto di fornitura è scaduto e non c'è verso di essere più flessibili nella fornitura. Allora io mi chiedo: ci sono possibilità di servire …, non so, una percentuale delle concessioni dedicarla agli enti partecipati o alle società partecipate? Ha senso?

**NOGARA**

Mi scusi se mi intrometto in questa domanda. Noi le avevamo mandato delle domande. C'è la domanda, la 5, che era una curiosità. Non so se avete letto, se tutti i commissari hanno letto, ma era praticamente: "Se dovesse porre direttamente delle azioni nei confronti dei propri clienti valdostani la CVA, quali per esempio forti sconti o esenzioni di pagamento della bolletta di energia elettrica, ritiene che ci possano essere problemi dal punto di vista giuridico? Ove il medesimo intervento sia effettuato direttamente dalla Regione, a beneficio di tutta la popolazione regionale, quindi non solo dei clienti CVA, utilizzando gli utili percepiti da CVA, ritiene che vi possano essere problemi sotto il profilo giuridico?". Queste erano le due domande che interessavano anche una serie di Consiglieri, che possiamo legare a quella del Consigliere Lucianaz.

**AICARDI**

Dunque, allora, la mera fornitura di energia elettrica è un appalto di servizio. Come tutti sappiamo, le Amministrazioni pubbliche, per approvvigionarsi dell'energia elettrica di cui hanno bisogno, fanno gare d'appalto. Poi in realtà queste gare d'appalto sono ormai spesso centralizzate – CONSIP, eccetera – quindi in teoria si potrebbe pensare di creare una società in house che fa la fornitura di energia elettrica senza rivolgersi al mercato delle gare, ammesso che questa società possa poter praticare dei prezzi competitivi, perché sapete bene che, in base all'articolo 192 del Codice dei Contratti Pubblici, gli affidamenti in house vanno giustificati anche sotto il profilo della loro convenienza, rispetto all'appello al mercato, cioè bisogna dimostrare che la società in house si giustifica perché pone condizioni complessivamente sotto il profilo economico, ma anche qualitativo della prestazione resa migliore di quelle che possono essere reperite sul mercato, sennò tanto vale rivolgersi al


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

mercato. Questa è la logica dell'articolo 192 del Codice dei Contratti Pubblici. Quindi a queste condizioni ipoteticamente si potrebbe pensare ad una società in house come fornitrice dei soci in house di questa società e, ove entrassero come soci purché soggetti pubblici, anche questi potrebbero beneficiare oppure in realtà, perché poi ora la normativa delle in house consente non solo l'in house verticale, cioè la prestazione in house dalla società in house controllata verso la controllante, ma le consente anche in via collaterale, cioè la società in house può rendere dei servizi in house anche per altre società controllate in house dalla medesima capogruppo. Quindi diciamo all'interno di quello che possiamo chiamare, tra virgolette, un gruppo pubblico ci possono essere delle prestazioni di questo tipo in house. E quindi un'attività di fornitura di energia elettrica in regime in house non rivolta però poi ai consumatori, ai clienti finali, ma interna alla Regione e alle strutture ed eventualmente alle controllate della Regione è immaginabile. Non so poi economicamente se possa funzionare, proprio perché adesso mi pare che questo mercato della fornitura di energia elettrica sia così competitivo per cui forse è più facile trovare delle offerte interessanti sul mercato che non creare il proprio piccolo operatore locale, anche perché se è in house poi non può operare per il mercato. Quindi bisognerebbe creare due soggetti distinti: un operatore di mercato e un operatore in house, perché l'operatore in house può fare per il mercato solo una quota limitata, massimo il 20% del fatturato dell'ultimo triennio. Ecco, dall'altra parte ovviamente, la CVA come società che opera sul mercato concorrenziale, può fare delle proprie tariffe concorrenziali, cioè se ritiene di voler fidelizzare la clientela locale e quindi fare delle offerte tarate sul mercato locale, ritengo che sia nella sua libertà imprenditoriale agire in questo senso. È ovvio che dal punto di vista della tutela della concorrenza non dovrebbero essere offerte sottocosto, perché se fossero stabilmente delle offerte sottocosto sarebbe una pratica anticoncorrenziale, la cosiddetta pratica di dumping. Sono dei prezzi sottocosto fatti al solo scopo di mandare in fallimento i concorrenti, quindi è tipicamente una pratica, una misura anticoncorrenziale. Però nei limiti in cui siano offerte credibili e tali da poter comunque generare un ritorno economico per la CVA, se la CVA, come operatore di mercato intendesse fidelizzare la clientela locale, espandersi soprattutto su questo territorio, non ci vedo niente di male. Mi pare che anche le varie utilities locali, quelle che hanno un bacino non nazionale, guardano anzitutto al loro territorio di riferimento e quindi le offerte magari non sono offerte calibrate proprio solo sull'utenza locale, ma poi è giocoforza che alla fine vengono piazzate più sul territorio locale perché il nome è conosciuto, perché l'operatore è noto, magari fa anche altri servizi - molto spesso sono delle multiutilities, no? – e quindi combinano la fornitura di gas, acqua ed elettricità. Quindi ci possono essere delle politiche commerciali di questo tipo, entro i limiti appunto del divieto delle pratiche cosiddette di dumping. Dall'altro punto di vista, invece, nulla quaestio, cioè se la Regione con i dividendi che incassa dalla partecipata decide di aprire un proprio capitolo, destinare un capitolo di bilancio per forme di sussidio alla popolazione locale nell'acquisto dell'energia elettrica è una classica politica sociale che, se non ha carattere selettivo, cioè se è estesa pariteticamente a tutti, non costituisce un aiuto di Stato. A parte che magari potrebbe essere riservata non alle imprese ma ai consumatori finali, ai consumatori domestici e quindi il tema degli aiuti di Stato non esisterebbe, ma se fosse anche una misura estesa agli imprenditori – ricordava il caso delle


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

stazioni sciistiche – ma fosse una misura di carattere non selettivo, cioè non fatta per Tizio e per Caio ma a tappeto a tutti quanti, allora potrebbe non essere considerato un aiuto di Stato. Lì forse, ecco, attivare una misura del genere, destinata anche alle imprese, implicherebbe seguire la procedura e quindi andrebbe notificata prima alla Commissione Europea e avere il placet dalla Commissione Europea che non sia aiuto di Stato, cioè c'è quell'iter che forse conoscete, previsto dallo stesso trattato sul funzionamento dell'Unione Europea.

**NOGARA**

Grazie. Ha chiesto la parola il Consigliere Marquis. Grazie.

**MARQUIS**

Grazie, Presidente. Grazie professore per l'esposizione che ci ha fatto e proprio su questo tema volevo anch'io farle una domanda, visto che c'è molta attenzione da parte della Regione verso i cittadini e la sua comunità perché questa società è stata sostanzialmente acquistata dallo Stato grazie all'utilizzo di risorse pubbliche e ci sarebbe la volontà di restituire un dividendo a tutti i valdostani. E, proprio in questa direzione, nel 2017 fu preso un accordo con la società CVA ed è stata messa in pratica la riduzione del 50% del costo dell'energia in bolletta per i privati. Questo sconto ha portato ad una riduzione del costo della bolletta di circa il 17%, perché occorre tener conto che la componente energia ha un impatto oggi per i piccoli consumi che è quasi residuale rispetto all'onere complessivo della bolletta. Questa iniziativa qui ha un impatto di 3-4 milioni di euro sulle casse della società per addivenire a questa esigenza che poc'anzi ho illustrato. Il problema è che non si poteva andare oltre proprio per la questione del dumping, tant'è che non si è neanche riusciti applicarla alle imprese. Si è solo potuto fare sul mercato privato, perché per le imprese subentrava il problema della concorrenza e degli aiuti di Stato. Ora, io non so se lei è in grado di rispondere, ma la questione è dal momento che gli oneri di sistema sono la parte preponderante forse è su questo che bisogna fare una valutazione se si può intervenire, perché diversamente, di più che andare al 50% di riduzione del costo dell'energia, non si riesce ad andare, perché andare sottocosto, la società non può andare. Diverso è se come Regione si volesse intervenire nel sostenere la differenza. Però il problema è capire se si può fare questo sugli oneri di sistema.

**AICARDI**

Il fatto è che gli oneri di sistema non dipendono da CVA. Ovviamente sono delle tariffe amministrate; sono deliberata da ARERA e sono applicate in maniera uniforme sul territorio nazionale. E tra l'altro uno dei principi della legislazione sulle tariffe amministrate è l'obiettivo della tariffa unica nazionale e quindi non una diversificazione per territori. E forse questo è un tema che potrebbe essere ripensato, perché effettivamente magari certi territori potrebbero, per la loro conformazione geografica e per la loro storia, eccetera, eccetera, per l'estensione delle linee e quindi anche per il maggior costo di trasporto dell'energia e quant'altro, poter beneficiare di riduzioni, però questo, ripeto, non dipende


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

dall'operatore della vendita perché questi sono tutti prezzi imposti; sono tariffe amministrate che sono disciplinate. È la tariffa di trasporto sulla rete elettrica nazionale che viene poi incassata da Terna e la tariffa della distribuzione, che viene incassata dal distributore locale. Lì proprio il mercato elettrico è stato segmentato, è stato frazionato, la filiera elettrica è stata frazionata e sono state liberalizzate le parti liberalizzabili, cioè la produzione a monte che può avere tanti operatori in concorrenza tra di loro – piccoli, grandi, fonti di diverso tipo – e a valle la vendita, però ovviamente l'attività di gestione delle reti, essendo le reti non duplicabili – le reti sono dei monopoli naturali – è rimasta un'attività in concessione amministrativa e per quanto riguarda la rete di trasmissione nazionale dell'elettricità l'unica titolare è la Terna S.p.A. che è stata individuata direttamente per legge e, invece, in sede locale ci sono le varie società di distribuzione che sono nella maggior parte d'Italia l'Enel, a causa del monopolio, però in alcuni ambiti l'Enel non acquisì all'epoca il monopolio, perché laddove c'erano degli operatori che erano aziende degli enti locali quelle furono salvate e quindi questo è il motivo per cui sono anche rimaste delle aziende di distribuzione diversa dall'Enel. Penso anche a Milano l'A2A o a Roma l'ACEA, quindi anche nelle grosse realtà urbane. Da noi a Bologna no per esempio, però in qualche Comune piccolo sì; a Imola per dire. Però poi tutto questo ovviamente finirà quando, nel 2029, scadranno queste concessioni date a queste società senza gara – furono date per legge in base… si creò questo periodo transitorio molto lungo – e quindi anche in quel momento verranno poi messe a gara. Quindi anche a quel punto lì, quando ci sarà la gara anche sulla distribuzione, probabilmente anche i costi potranno abbassarsi, perché per aggiudicarsi la gara potranno anche fare delle offerte a ribasso rispetto alle tariffe stabilite dall'Autorità. Quindi la concorrenza dovrebbe stimolare un calo dei costi anche nelle parti regolate di questa filiera, quindi nella parte della gestione delle reti, trasmissione e distribuzione.

**NOGARA**

C'era la collega Minelli che aveva chiesto la parola. Prego.

**MINELLI**

Sì, grazie, Presidente. Io volevo tornare un attimo sul discorso delle norme di attuazione, soprattutto per capire se ho inteso correttamente, perché mi sembra che la sua interpretazione – un'interpretazione sostenuta ovviamente da quelle che sono le sue competenze e i suoi studi – se ho capito ci dice che lei vedrebbe bene, in maniera positiva la norma di attuazione per quelle società che sono considerabili come dei bracci strumentali per la Regione, che quindi la Regione usa come dei suoi intermediari per la realizzazione di obiettivi precisi, suoi obiettivi; mentre le sembra qualche cosa di poco adatto se, invece, si pensa ad una società che operi sul mercato. Quindi, almeno quella è la mia interpretazione, in base a quanto lei ha detto, è che tutto dipende in questo senso dagli obiettivi che ci si vuole dare, cioè quello che fa la differenza nella decisione o meno di pensare ad una norma di attuazione che intervenga anche dove può, laddove può sulla Legge Madia dipende da quelli che sono gli obiettivi. Un conto è se noi pensiamo di mantenere, di avere come obiettivo anche per il futuro quello di una società che sia attiva sul mercato; diverso è se abbiamo delle


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

intenzioni diverse per quello che riguarda questa società che potrebbero essere, per esempio, un cammino nei confronti o verso lo scenario della transizione energetica e via di questo passo. Un altro conto, se ho capito bene, è la questione, invece, della norma di attuazione per quello che riguarda le concessioni delle grandi derivazioni idroelettriche. Lei prima citava il Decreto Semplificazioni. E ci diceva che in un certo senso questo Decreto va oltre, perché dà le competenze a tutte le Regioni italiane. Nell'articolo 11 al punto octies si dice comunque: "fatte salve le competenze delle Regioni a statuto speciale e delle Province autonome di Trento e Bolzano", però c'è anche un altro punto in cui si dice che entro un anno dall'entrata in vigore del Decreto Semplificazioni, quindi entro marzo del 2020, le Regioni devono dotarsi di un'apposita normativa, quindi di una legge regionale e laddove le Regioni non ottempereranno a questo obbligo, sarà - io immagino e volevo chiederne conferma – sarà lo Stato che disciplinerà la situazione, quindi si sostituirà alle Regioni. Quindi in questo senso ecco io credo che, almeno per quanto riguarda la parte relativa alle concessioni, sia estremamente importante che una Regione a statuto speciale, come la nostra, che ne ha le possibilità, che ha queste possibilità e queste competenze, si attrezzi attraverso i contatti con la Commissione Paritetica Stato-Regioni proprio per scriverla questa norma di attuazione che deve, per quanto possibile, essere attinente alla realtà locale per, penso, anche a quelli che sono gli obiettivi di fondo che la Regione deve indicare. Quindi in questo senso c'è da muoversi, perché altrimenti, se …, oddio, potremmo fare la legge indipendentemente dalla norma di attuazione però la base su cui dovremmo lavorare è quella tale e quale che hanno le altre Regioni a statuto ordinario e io penso che una Regione che ha fatto e fa della sua autonomia un punto di differenza ha l'obbligo di lavorare in questo senso.

**AICARDI**

Sicuramente mettere in cantiere già una norma regionale di attuazione dell'articolo 12 può essere saggio e prudente, per quello che ha appena detto lei, Consigliere. Per altro devo dire che nell'ambito delle norme di attuazione si può anche pensare di posticipare quel termine, cioè sicuramente, visto che per le Regioni a statuto speciale è prevista questa salvaguardia delle norme di attuazione, che richiedono un periodo comunque mai inferiore a sei-nove mesi, allora sicuramente un comma della norma di attuazione che sposta il termine poi della legge regionale è abbastanza normale che intervenga, però nel dubbio che poi la norma di attuazione si impantani e che non si arrivi entro la scadenza del 31 marzo 2020 ad avere una norma di attuazione che ci dà questo ulteriore termine, può anche darsi che il Consiglio Regionale possa decidere di lavorare in applicazione dell'articolo 12 salvo poi, nel momento in cui intervenisse la norma di attuazione, andare ad emendare o comunque se nel frattempo è stata approvata una legge regionale andarla a novellare alla luce degli ulteriori margini di autonomia che consentirà la norma di attuazione. Quindi direi che si può ragionare anche sui tempi.

**NOGARA**

Grazie. Ci sono altre domande? Prego Vesan.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**VESAN**

Grazie, Presidente. Due domande. Relativamente agli oneri di sistema, lei ci ha detto in prima battuta che sono stabiliti da ARERA sostanzialmente e quindi non sono modificabili. Poi ci ha detto che, in fase di regime di concessione delle reti, questi potranno essere in realtà ridiscussi e portare degli sconti su quello che riguarda il costo della distribuzione. Noi naturalmente siamo in una situazione in cui anche la rete distributiva è di proprietà di CVA ed è stata acquisita dalla Regione dall'Enel. Quindi la proprietà è pubblica. In questa situazione possiamo superare gli oneri di sistema stabiliti da ARERA come se fossimo di fatto già un'impresa a cui questa concessione è stata data o dobbiamo rimanere in questo ambito? Questa è la prima domanda.

**AICARDI**

Penso che quelle tariffe comunque sono dei prezzi massimi. Non sono dei prezzi imposti; sono dei prezzi massimi non superabili. Quindi se un gestore decide spontaneamente, sempre appunto nei limiti della gestione non in perdita, di praticare qualche forma di sconto sotto questo profilo, credo che non sia vietato. Adesso la normativa tariffaria è qualcosa di esoterico. Solo gli addetti ai lavori riescono a comprenderla fino in fondo. Quando si fanno i provvedimenti della ARERA ci sono queste formule terrificanti, questi sigma alfa fratto eccetera. Quindi insomma se non si è veramente un addetto ai lavori si fa fatica a comprendere fino in fondo, però la logica è comunque che sono prezzi massimi che possono, quindi, eventualmente essere anche ribassati. Quello sì. In realtà poi qui, il dumping …, essendo poi degli operatori in monopolio, non c'è un problema di dumping. C'è un problema di salvaguardia dell'equilibrio economico finanziario del gestore ovviamente se questo dovesse creare delle perdite, anche perché poi non ci possono essere anche delle forme di sussidio tra le diverse attività. Non è che si possa andare a sussidiare l'attività di distribuzione con gli utili dell'attività di produzione insomma. Lì ci sono degli obblighi di separazione del bilancio molto rigorosi. Ci sono tutte queste regole dell'Autorità e anche dell'Unione Europea sul cosiddetto unbundling, cioè la separazione contabile delle varie fasi della filiera. E quindi, pur con questi limiti, la mia risposta non può essere negativa. In teoria sì, la possibilità… tant'è vero che, come dicevo, immagino che queste gare che si faranno, scaduto questo lunghissimo periodo transitorio voluto dal legislatore nel '99, saranno gare anche sui prezzi da far pagare agli utenti. Tant'è vero che poi anche nel sistema delle gare del gas, che sono già regimate, esiste già un regolamento. Ancora non sono partite e lo sappiamo tutti, però le gare d'ambito hanno già la loro disciplina stabilita dal legislatore. C'è un regolamento sui criteri di effettuazione della gara, il Decreto Ministeriale numero 226 del 2011, il quale stabilisce anche il contenuto dell'offerta e il modo in cui i concorrenti possono praticare dei ribassi rispetto a delle basi d'asta, che toccano anche proprio il prezzo che viene fatto pagare agli utenti finali.

**VESAN**

Grazie. Proprio sulla scorta di questo, cioè sulle politiche tariffarie che possono essere fatte nei confronti dell'utenza sul territorio, perché per noi è l'esigenza principale, in


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

caso di quotazione in Borsa della società e quindi col fatto che, rispetto all'attuale totalità d'indirizzo in mano alla Regione, queste politiche tariffarie sono definite esclusivamente dal socio unico, in caso di quotazione in Borsa, da un punto di vista legale, il socio di minoranza che dovesse acquisire delle quote della società ha diritto – dal punto di vista legale – di tutelare il suo mancato incasso di dividendi legato all'applicazione di questo tipo di sistema tariffario se vogliamo agevolato o comunque di riduzione sostanzialmente anche di quelli che sono gli utili della società?

**AICARDI**

Questo è un tema che tocca più in generale i diritti dei soci di minoranza che, ovviamente, non avendo il controllo della società non hanno il potere di deciderne l'indirizzo. Qui dipende anche da quale sarà la quota di capitale che verrà eventualmente quotata, perché ovviamente per uscire dalla Madia basta quotare anche una frazione minima. Non c'è bisogno di perdere il controllo, perché, per esempio, nella società mista c'è comunque il socio… Nella società mista che è un altro modello, che si usa negli appalti e nelle concessioni, lì l'articolo 17 della Madia dice che deve avere almeno il 30% il socio privato, ma nel caso della quotazione dal punto di vista del Decreto 175 non ci sono limiti. Poi sinceramente può darsi che qualcosa ci sia a livello di disciplina del Testo Unico del regolamento della Borsa, però comunque sì tutte le società pubbliche quotate, come dicevo prima, hanno mantenuto il controllo pubblico. Nessuna l'ha perso di diritto o almeno di fatto. E quindi lì ovviamente tutto dipende dai poteri di interdizione che vengono riconosciuti al socio di minoranza, cioè se anche a livello di norme dello statuto della società che dovessero essere confezionate per rendere poi anche appetibile questa quotazione, per determinati tipi di deliberazioni si dovessero stabilire dei quorum deliberativi del CdA sopra determinate soglie, tali da rendere necessario anche il consenso del socio privato di minoranza è evidente che questo socio potrebbe impedire scelte di questo tipo. Quindi non ci sono regole legislative vincolanti, soprattutto regole di diritto pubblico. Bisogna vedere qual è proprio il bilanciamento rapporto di forza tra i soci che discende dalla governance che è, in buona parte, lasciata un po' alle libere scelte delle parti nella redazione dello statuto sociale e degli eventuali patti parasociali. Quindi è tutto un tema molto da negoziare con coloro che poi saranno gli eventuali futuri soci privati di questa società. È una cosa che andrà ben gestita nelle norme statutarie, negli eventuali patti parasociali e così via.

**NOGARA**

Grazie. Ci sono altre domande? Prego.

**LUCIANAZ**

Nel caso di azionariato diffuso e cioè ogni cittadino si prende una quota, come mio nonno aveva la quota della Dzegnolentse eccetera, comunque ci sono condizioni vantaggiose per i soci anche possessori di una solseazione? Ci sono dei limiti per la detenzione di questo capitale?


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**AICARDI**

Ci sono dei limiti massimi. Nelle società come questa, cioè società nel settore dell'energia, c'è una norma di legge che consente allo statuto di porre dei limiti massimi al possesso azionario da parte di soci diversi dal socio pubblico. Tant'è vero che poi le società, queste qui strategiche di cui stiamo parlando, ce le hanno tutte questa clausola. Per esempio, l'Enel ma anche le altre. La fonte è il Decreto Legge del '94. Quindi c'è semmai un limite massimo al possesso. Tutte le società quotate hanno quella parte che è il cosiddetto flottante, che è poi quello che circola quotidianamente negli scambi di Borsa e quindi penso che possa essere consentito il possesso anche solo di un'azione di una società. Adesso, ripeto, l'ho detto fin dall'inizio, non sono un esperto di quotazioni in Borsa, di Diritto Societario e quindi potrei facilmente dire delle cose inesatte e mi scuserete perché non è il mio campo, però direi così, da non esperto, che non dovrebbero esserci dei limiti minimi; mentre ci sono sicuramente dei limiti massimi. Per chi volesse leggere la norma, all'articolo 3 del Decreto Legge numero 332 del 1994, dice appunto che "Le società operanti nei settori strategici, cioè difesa, sicurezza nazionale, energia, trasporti, comunicazioni e altri pubblici servizi nonché banche e imprese assicurative, direttamente o indirettamente controllate dallo Stato o da enti pubblici anche territoriali - quindi la Regione – possono introdurre nello statuto un limite massimo di possesso azionario non superiore al 5% riferito al singolo socio" e questi tetti sono inseriti. Quindi io penso che anche nell'operazione CVA questa norma verrà pensata, insomma l'applicazione di questa norma verrà presa in considerazione, questo per evitare appunto che si possa consolidare una posizione di un socio non di controllo pubblico, che possa però avere un peso significativo nella governance della società. E quindi si può pensare anche a forme di azionariato diffuso sostenute e agevolate anche dalla Regione attraverso politiche; anche solo campagne pubblicitarie o anche forme… comunque pensare a qualche forma di agevolazione correlata al possesso azionario da parte dei valdostani delle azioni della CVA, proprio per farla sentire una società di tutti, una società della collettività. Questa può essere sicuramente una buona idea, insomma. Se tutti i nonni avessero un'azione della CVA, diventerebbe un patrimonio comune di tutti. Sempre sul tema, è legato un po' a questo. Invece qui non ci sarebbero le golden powers, cioè i poteri di intervento esterno del Governo sulle società strategiche, cioè la possibilità di vietare determinati tipi di operazioni che vengano decise nelle società tipo cambiamento dell'oggetto sociale, trasferimento della sede all'estero, eccetera, eccetera, sono limiti agli asset strategici e nel settore dell'energia per ora sono stati individuati come asset strategici solo le reti, cioè la rete nazionale di trasporto del gas, quella di Snam per intenderci e le infrastrutture per l'approvvigionamento dell'energia elettrica dagli altri Stati, compresi gli impianti di riclassificazione di GNL, e poi la rete nazionale di trasmissione dell'energia elettrica, quella di Terna per intenderci, e le attività di gestione connesse all'utilizzo di queste reti ed infrastrutture. Quindi i singoli impianti di produzione di energia non sono considerate infrastrutture strategiche e quindi una società di questo tipo non è destinataria di queste regole dei cosiddetti golden powers, cioè lo Stato, anche se non è più azionista di controllo di questa società, comunque ha dei poteri esterni d'intervento, attraverso i quali può vietare delle operazioni che possono essere considerate gravemente lesive dell'interesse nazionale. È un tema poi che alla ribalta in questi giorni in


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

relazione a questi accordi con la Cina, eccetera, eccetera. Si è detto rafforzeremo anche queste regole di golden powers. Non sono più le golden share, che quelle non sono ammesse dalla Commissione Europea, immagino che lo sappiate, cioè una volta lo Stato, pur perdendo il controllo di certe società, poteva conservare delle azioni con dei diritti speciali particolari con dei poteri di veto, che erano appunto considerate le azioni d'oro, no? Le azioni che avevano poteri speciali che le altre azioni non avevano. Questa disciplina è stata considerata contraria ai principi dell'Ordinamento Europeo, mentre l'Ordinamento Europeo ritiene che possano intervenire dall'esterno, cioè lo Stato come pubblico potere può usare il proprio potere amministrativo - non i propri diritti di azionista – per vietare determinati tipi di operazioni che possono essere clamorosamente lesive dell'interesse nazionale in settori altamente strategici. Quindi questa è una normativa che adesso non interessa CVA, però un domani, se queste norme venissero ampliate, se la loro sfera applicativa venisse ampliata, potrebbe interessare anche degli asset di una società come CVA.

**NOGARA**

Grazie, avvocato. Se non ci sono altre domande, a nome della Commissione, la ringraziamo per la sua chiarezza e la sua competenza, che è stata molto utile per stilare la relazione appunto che il Consiglio ci ha chiesto di produrre. La ringrazio ancora.

**AICARDI**

Grazie, Presidente, delle belle parole. Sono io che ringrazio voi di questa bella occasione di confronto. Non capita tutti i giorni e per me è stata un'esperienza molto interesse, sicuramente. Quindi vi ringrazio.

* * *

Alle ore 17.25 il Prof. AICARDI lascia la sala di riunione. I lavori vengono sospesi fino alle ore 17.40 quando prende parte alla riunione il Prof. DI CASTELNUOVO.

* * *

***Prof. Matteo DI CASTELNUOVO***

**NOGARA**

Buonasera professor Di Castelnuovo, le do il benvenuto. Il benvenuto da parte mia e da parte di tutta la Commissione. Come chi l'ha preceduta, faccio solo una piccola parentesi. Solo un paio di precisazioni prima di darle la parola. Nel 2016, con la legge regionale 24 all'articolo 27 comma 1 era stata autorizzata la quotazione in Borsa di CVA. Questa quotazione è stata sospesa con l'articolo 22 della legge n. 14, Legge di stabilità 2019-2021. In seguito a questa sospensione, il Consiglio Regionale ha demandato a questa Commissione - a questa Commissione speciale – l'onere, ci ha dato l'incarico delle determinazioni in merito ai seguenti scenari: società interamente pubblica, società quotata in Borsa o una società con altre forme societarie e di stabilire quindi che al termine del proprio operato la Commissione speciale rimetterà al Consiglio una relazione conclusiva in cui saranno


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

evidenziati gli esiti dell'analisi, evidenziando per ogni scenario punti di forza e punti di criticità. Come lei ben saprà, questa audizione è in streaming, è in diretta streaming. Noi vi abbiamo fatto mandare, a tutti i professionisti abbiamo fatto mandare delle domande per poter partire con il vostro intervento su questa traccia delle domande che le sono state inviate. Se mi può fare la cortesia, quando adesso immediatamente le darò la parola, se può presentarsi e può presentare qual è la sua principale attività nel settore. Grazie.

**DI CASTELNUOVO**

Grazie, signor Presidente. Grazie dell'invito. Io mi chiamo Matteo Di Castelnuovo e mi occupo di mercati energetici dal '98, dal famoso Decreto Bersani. Ho passato la maggior parte della mia esistenza nel Regno Unito prima in consulenza e poi in Università e sono tornato in Italia, a lavorare all'Università Bocconi, nel 2011. All'Università Bocconi il mio ruolo è quello di …, sono il direttore del master in energia ambiente dell'Università, quindi che forma i ragazzi per intenderci; sono un docente di micro-economia e di economia dell'energia sempre in Università e all'interno invece della nostra business school, sempre in Bocconi, io coordino tutte le attività che riguardano l'energia, per quel che riguarda attività di ricerca e di formazione in ambito energetico. Cosa vuol dire questo? Che quindi insegno l'energia ai ragazzi in Università e invece alla business school lavoriamo molto con le società italiane o straniere. Quindi questo è, in poche parole, quello che io faccio. Il mio back non è quello di economista, quindi ci terrei a precisare che non sono un esperto di diritto societario, non sono un esperto di ristrutturazioni, ma di mercati energetici dal punto di vista economico e di questo vi posso parlare con grande piacere. Allora io partirei sicuramente dalla prima domanda, se per voi va bene, che mi è stata posta. Nella domanda mi si chiede, secondo la mia esperienza, se potrebbero esserci delle differenze tra società che operano nei mercati dell'energia in virtù di un diverso assetto proprietario, privato o pubblico o ibrido naturalmente e se sì quale assetto proprietario e quale sistema di governance ritiene sia più confacente a permettere ad una società di mantenere una posizione di rilievo nei mercati dell'energia stante l'attuale evoluzione degli stessi. Allora questa prima domanda è interessante, però spero di non deludervi, ma non credo che sia facile in questo momento dare una risposta. Mi spiego perché. Innanzitutto per quel che riguarda il ruolo del pubblico, se ci guardiamo in giro io parto da un presupposto non solo del panorama italiano ma sempre più internazionale. Più spesso che no è presente comunque un soggetto pubblico. Quindi anche grandi soggetti, colossi, alla fine si va a vedere e si vede che magari il principale azionista è proprio… e non parlo solo della Francia. Mi verrebbe da dire, un po' semplificando che forse, con l'eccezione del Regno Unito, di fatto, se guardo l'Europa continentale ovunque nei principali campioni dell'energia – si prenda i vari owner – c'è sempre la presenza magari del land o della municipalità. Quindi sono soggetti magari anche quotati, ma dove rimane comunque rilevante il ruolo del soggetto pubblico. Venendo alla domanda, cioè sul fatto quale assetto possa diciamo così essere preferito ad un altro, allora se voi mi aveste fatto da economista la domanda cinque anni fa, vi avrei detto probabilmente …, vi avrei risposto assolutamente assetto privato. Privato perché il mondo sta andando in quella direzione. Ora invece, se guardiamo un po' l'evoluzione degli ultimi anni, per non dire


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

mesi, per quello che sta succedendo e sta succedendo parecchio e ne parleremo spero a breve, devo dire che è tornata più rilevante la necessità di avere un ruolo di guida da parte del soggetto pubblico nella gestione di queste realtà. E questo per quello che sta succedendo, per le varie dinamiche. Sicuramente la prima che vorrei citare è quella dell'evoluzione verso la decarbonizzazione e quindi non avremmo oggigiorno una tale… come posso dire? Un tale sviluppo tecnologico, un abbattimento dei costi se non ci fosse stata la mano forte di un'introduzione pubblica che è partita con il definire gli obiettivi – obiettivi nati dalla definizione di una policy ben definita - da lì poi calati a livello nazionale, a loro volta poi attraverso i Decreti con, per esempio, degli incentivi per un determinato tipo di tecnologie. Quindi il ruolo pubblico è diventato importante. È diventato importante anche perché le dinamiche del mercato hanno causato anche una serie di modifiche a tutti quelli che sono i driver – passatemi il termine – di economicità all'interno del sistema energetico. Un classico esempio che facciamo spesso è il fatto che si è rotto negli ultimi anni, si è spezzato quello che era il legame tra la bolletta che pagano tutti i consumatori e quelle che sono le dinamiche di mercato. Vuol dire che quello che noi paghiamo in bolletta riflette sempre più marginalmente quella che è la dinamica del mercato soprastante del mercato del gas, del petrolio e dell'elettricità. Perché? Perché in quella torta che tutti noi paghiamo come bolletta ci sono quelli che vengono chiamati anche costi – perdonate il termine anche qua in inglese – legacy costs che sono i costi relativi al passato: i vecchi incentivi, un certo tipo di infrastrutture e quant'altro. Quindi questo cosa vuol dire? Che pur avendo noi un mercato liberalizzato, anche se abbiamo in Italia la tutela ma in altri mercati non è così, pur avendo noi il mercato liberalizzato però la parte finale, cioè il pezzetto, quella dove si va a pagare tutta la filiera, in realtà la componente di mercato, quella liberalizzata, è ridotta ormai al 30% quando va bene. Vuol dire che l'altro 70% è frutto di scelte – tariffe, incentivi – scelte di un soggetto pubblico o parapubblico, vogliamo chiamarlo così, se pensiamo al regolatore che decide le tariffe. Questo per dire non era questo che era stato previsto quando si è deciso di liberalizzare partendo… non faccio la storia dell'energia dagli anni '80. Questa è l'evoluzione e il dato di fatto è che il soggetto pubblico in realtà ha voce in capitolo sulla maggior parte della bolletta che viene passata dai consumatori, anche se abbiamo liberalizzato a monte e a valle. Quindi per rispondere alla domanda io direi che vedo comunque, guardando in giro ai soggetti più dinamici e ripeto non mi sto riferendo solo all'Italia, ma in generale in Europa – possiamo, se volete, poi parlare anche degli Stati Uniti anche se sono una realtà molto diversa come organizzazione e come regolazione – io vedo un ruolo ancora importante del soggetto pubblico nel guidare questo tipo di realtà senza per questo precludere la possibilità di andare a quotare una parte del capitale quando le condizioni lo consentano. Quindi questo è un po' come io vedo… quindi non ho risposta di dirvi: no, questa è la formula. Perché se io guardo il panorama a livello europeo, io trovo diverse formule. Trovo la società piccola interamente privata; trovo il colosso francese di fatto interamente statale; trovo invece quello parzialmente, con una quotazione parziale; quello controllato dal Ministero del Tesoro così come quello controllato dal land della municipalizzata e tutti soggetti che però competono letteralmente a livello internazionale. Quindi ho difficoltà a trovare allo stato attuale un modello di successo. Io personalmente


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

vedo con favore comunque il collocamento di una parte del capitale, stante le condizioni positive del mercato. Vedo però, come ripeto e mi permetto di sottolineare ancora una volta, alla luce della complessità delle dinamiche di mercato di cui spero parleremo, vedo con favore una guida del soggetto pubblico verso quello che devono fare questo tipo di aziende in questo settore. Non so se ci sono osservazioni, sennò altrimenti posso procedere con la seconda. Allora mi si chiede…

**NOGARA**

Mi scusi, non si senta vincolato per le domande. Erano delle domande che, se voleva …, ma se vuole fare un discorso … No, non si senta vincolata. Erano delle domande che alcuni Consiglieri…

**DI CASTELNUOVO**

Ma noi siamo notoriamente logorroici, non mi dovete provocare, perché io vado avanti …

**NOGARA**

No, no, non per quello. È molto interessante quello che sta dicendo, ma era una precisazione che le volevo fare.

**DI CASTELNUOVO**

Allora delle dinamiche secondo me è anche importante parlare prima di passare alle altre domande e questo è il frutto, diciamo così, delle nostre analisi e di quello che noi, il modello con cui noi possiamo dire ingabbiamo, passatemi il termine, quelle che sono le tendenze in atto ormai da alcuni anni, non solo in Italia. Noi abbiamo identificato nei nostri modelli sei driver di trasformazione, sei forze del cambiamento. Il sistema energetico e non solo quello, perché parliamo anche dei trasporti sempre più, è in fortissimo cambiamento. Ha subito un'accelerazione come probabilmente nessuna industria negli ultimi anni, neanche quella dell'adsl, la velocità di cambiamento perché è rilevante? È rilevante perché è andata a scardinare, a cambiare completamente un'industria che, invece, è rimasta granitica per decenni, perché questa era la struttura dei costi: investimenti di capitale, ammortizzazione dopo i trent'anni, centrali che richiedevano cinque anni per essere costruite, mercato pochino, zona di comfort - io vendo di energia e hai bisogno di me, quindi bassa elasticità del consumatore – quindi un mercato molto particolare, i mercati dei servizi a rete e non solo di rete. Quindi è stata un'industria che è rimasta molto poco dinamica negli anni, fino a quello che invece è arrivare al momento degli ultimi quindici anni, forse anche dieci, di enormi cambiamenti. Allora queste forze del cambiamento, soprattutto quelle attuali, le abbiamo identificate in sei. La prima è quella che, ovviamente, è più nota di cui si parla tutto il tempo, che è la decarbonizzazione. Forse è quella che ha dato veramente il big bang al settore energetico. Decarbonizzazione perché c'è un problema di inquinamento, di cambiamenti climatici. Bisogna fare qualcosa: una soluzione è quella delle tecnologie per decarbonizzazione, la riduzione del consumo e quant'altro. Quindi la decarbonizzazione è


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

quella che ha dato veramente… che sta producendo effetti notevoli al punto da avere anche, da forzare le compagnie a cambiare modelli di business e ha fatto fallire anche diversi soggetti che, invece, avevano discusso in tranquillità per decenni. Vi posso fare un esempio. Per una volta non siamo noi nel senso i tedeschi, il modello tedesco che è sempre citato ad eccellenza, con ragionevolezza, sui modelli economici, per quel che riguarda l'energia e per cui guardo i grandi campioni dell'energia è tuttora in grande difficoltà, cioè questi cambiamenti hanno messo in seria difficoltà e anche lo stesso Governo attuale. Per cui da un lato decarbonizzano, dall'altro tengono la lignite e ci sono società in… fortissimo no, ma in forte difficoltà finanziaria, nonostante è quello il mercato. Vi dico che il mercato all'ingrosso tedesco è probabilmente, allo stato attuale, il più competitivo se non del mondo, di sicuro d'Europa. Veramente è il più competitivo. Più di quello italiano, più di quello francese, sicuramente più anche di quello inglese. Però nonostante quello, i campioni lì sono in forte difficoltà. Quindi il primo driver, dicevo, è quello della decarbonizzazione. Il secondo è quello della decentralizzazione. Vuol dire che da un sistema dove si prendono le decisioni, una grande società che decide tutto centralmente e che controlla tutta la filiera, questa cosa, grazie allo sviluppo tecnologico, consente ad operatori di più piccola scala di intervenire, di vedersela con concorrenti anche di maggiori dimensioni; consente ai consumatori di installarsi il pannello e di diventare, sempre più grazie alla tecnologia, anche di fatto piccoli operatori di mercato e consente, in alcuni casi, anche una maggiore copertura del mercato. Non staremmo parlando in questo momento, non voglio parlare così tanto di accesso all'energia per il continente africano se non avessimo adesso a disposizione queste tecnologie, quindi le many grid che consentono di portare energia dove prima era impossibile ipotizzare. Dico questo e insisto sulla decentralizzazione anche perché ritengo personalmente che possa essere un tema particolarmente rilevante per un territorio come la Valle d'Aosta e poi probabilmente torneremo a parlare di questo. Il terzo tema è quello di cui …, così che va molto di moda usare, che è quello della digitalizzazione. Tutto è digitale, tutto è smart, eccetera, eccetera. Questo è chiaro che può sembrare una forza di cambiamento banale. Non lo è così tanto se si riflette su quanto, ripeto ancora una volta, questa industria è stata ferma per decenni rispetto alle TLC. Per esempio le società di telecomunicazioni. Adesso è fortemente digitalizzata, perché è anche l'unica soluzione e perché è aumentata la complessità enormemente, la complessità del sistema. Immaginatevi solo questa situazione. Io passo da un sistema di un paese tipo in cui ho un soggetto centrale, un operatore di sistema e, non so, una decina di centrali; poi la trasmissione da alta tensione, bassa e vado alle case. E gestisco queste unità. Immaginate da dieci a passare a diecimila, che non controllo, che in alcuni casi come operatore di sistema non vedo, perché se sono al di là delle stazioni, in cui è basso il voltaggio della trasmissione alla distribuzione, io come operatore di sistema, come Terna di fatto non le vedo. Io vedo una domanda netta, ma non vedo il singolo pannello se va su o se va giù. Quindi immaginate di averne a migliaia che vanno a seconda …, quindi è necessaria una digitalizzazione anche per quel che riguarda le nuove tecnologie, perché non so se tutti sanno, ma allo stato attuale in Europa il principale driver del prezzo di mercato dell'energia è il tempo. Non è più il prezzo del gas. È il tempo. Il tempo decide, perché una volta che io ho le informazioni sulle condizioni atmosferiche, io so più o meno quanto


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

produco in termini di solare ed eolico. Il termoelettrico è il mio residuale, perché io prima uso di fatto le tecnologie rinnovabili e uso sempre più il termoelettrico, salvo certe condizioni, come residuale. Quindi le condizioni atmosferiche sono il principale indicatore di come andrà il prezzo dell'energia. Quindi se io so che non avrò vento l'energia andrà in una direzione rispetto al fatto di avere il solare. Quindi dicevamo la digitalizzazione è fondamentale perché anche lì le società stanno spendendo… una delle maggiori principali fonti di investimento sono nei software delle previsioni delle condizioni atmosferiche per i motivi che ho detto. Moltissimo stanno facendo le società, per esempio, sulla manutenzione predittiva per far sì che l'impianto… che io sappia prima, che io vada a lavorare sull'impianto prima che l'impianto mi dia problemi. E questa è una delle principali componenti. All'interno della legislazione metterei anche il termine, che un po' è abusato, insomma di cui si parla, molto di moda che è quella della blockchain in cui sicuramente, dopo il settore finanziario – pensate alle Fintech e alle Bitcoin – è sicuramente il settore energetico quello dove maggiormente si sta guardando alle applicazioni della blockchain. Blockchain che può consentire, per esempio e anche qui sono progetti pilota che potrebbero essere implementati anche in un territorio come la Valle d'Aosta, del peer-to-peer trading, per cui abbiamo le comunità che si scambiano energia fra di loro, con i loro impianti, senza l'utilizzo di una utility. E ci sono progetti pilota in Inghilterra, in Germania; a Brooklyn per esempio ce n'è uno famoso. O la blockchain viene anche utilizzata, sempre più sperimentata, per migliorare e rendere più efficiente tutta l'attività di procurement, quindi a monte nella catena di produzione, nella filiera di valore di questa industria. Quindi dicevamo la decentralizzazione e la digitalizzazione. Poi c'è – e anche questo credo sia rilevante per un territorio come la Valle d'Aosta, come per tutti – l'altra forza di cambiamento è l'elettrificazione, cioè a parità di consumo energetico sta aumentando in maniera rilevante con diversi punti percentuali a seconda del paese che guardiamo, del mercato che guardiamo, la quota del nostro consumo energetico che viene soddisfatta attraverso l'uso dell'elettricità e non vi devo venire a spiegare di quanto le nostre vite dipendano da questi cellulari, no? Sempre più quello che facciamo viene controllato da un dispositivo elettronico. Sicuramente in tutto questo, molto farà l'elettrificazione del trasporto, però tutti gli scenari ci confermano che il consumo di energia, pur noi cercando di – adesso parlo dell'Europa, non tanto per esempio dell'Asia, della Cina o dell'India, dove ci sono numeri di crescita della domanda di energia nettamente superiori ai nostri, anche a due cifre in alcuni casi, compresa l'Africa – per quel che riguarda l'Europa è prevista una domanda di crescita, però noi diciamo così compensiamo questa domanda di crescita di energia con un aumento sull'efficienza energetica, che quindi tende a ridurre la nostra domanda di energia e a rompere il legame tra sviluppo economico e crescita di energia, che dobbiamo cercare di raggiungere anche e soprattutto per questioni ambientali se non economiche. Ma mentre io implemento le politiche di efficienza energetica, questo comunque non necessariamente, anzi in realtà incentivo ulteriormente l'elettrificazione del mio consumo della domanda. Quindi io osservo magari una curva del consumo energetico che andrà appiattendosi, ma vedrò sicuramente un aumento del consumo di elettricità. Quindi questo era per quel che riguarda l'elettrificazione. Altra forza del cambiamento è, invece, quella che noi chiamiamo convergenza delle industrie


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

e forse questo è uno dei più problematici per le utilities tradizionali, perché quello che vediamo e osserviamo è che quello che era il campo di battaglia – passatemi il termine – delle utilities tradizionale è stato invaso da soggetti che prima non si occupavano di questa cosa qui. Per cui noi abbiamo Volkswagen che adesso fa le auto elettriche, che vende anche l'energia; Apple che sappiamo cosa vende, sviluppa centrale rinnovabili e ha una licenza per vendere energia, cioè i grandi colossi stanno sviluppando un interesse crescente verso la vendita dico di energia, o meglio servizio energetici. Questo sta accadendo in tutto il mondo e avverrà, progressivamente, per forza di cose anche in Italia. E queste sono società che sono nate e vivono di innovazione, perché senza innovazione queste società spariscono dal pianeta. Queste sono società che, quindi, innovano nelle tecnologie e nei modelli di business e si confrontano con società che invece con l'innovazione ci sono arrivati solo in tempi recenti. Quindi la convergenza che vede, ripeto, il settore elettrico e del gas, arrivano quindi grandi colossi delle tecnologie interessate. Si pensi anche ad una Tesla. Tesla, la gente la conosce per via delle macchine elettriche, ma in realtà il progetto di Tesla è quello di diventare un operatore energetico. La macchina è un mezzo per arrivare all'obiettivo di diventare un operatore energetico integrato. Tant'è che vendono appunto le batterie, i pannelli solari e quant'altro. Nella convergenza però quello che sta succedendo – e anche questo è un fenomeno molto interessante – è l'arrivo invece dei grandi colossi energetici, cioè i grandi colossi petroliferi. Questa è una cosa che abbiamo osservato già da tempo un po' perché temono il picco della domanda di petrolio, un po' per la diversificazione, un po' per le pressioni degli azionisti, questi soggetti che negli anni avevano perso interesse presso il settore retail, perché comunque avevano talmente tanto da fare e talmente tanti margini a monte, con i barili di petrolio - se considerate che in Arabia Saudita si stima che il costo di un barile estratto in Arabia Saudita siamo intorno ai 3-4 dollari al barile, se guardate il prezzo del brent credo sia intorno ai 55-60 - però questi colossi, viste le dinamiche sono sempre più interessanti a quello che succede nel mercato retail, nel mercato elettrico. Per cui Total compra una delle più grosse società di batterie elettriche, Saft; non più tardi Sonnem, che era la più grossa società di produzione di batterie in Germania, è stata acquistata da Shell; la stessa Shell che due giorni fa ha annunciato di voler diventare la più grande compagnia elettrica del pianeta. Allora questo ci deve interessare perché questi sono soggetti estremamente complessi, che hanno già una rete perché hanno le pompe di benzina, sanno già come arrivare al consumatore, sanno già come vendere e hanno una capacità di elaborazione dei dati probabilmente pari a nessuno, perché poche cose sono complesse come la ricerca degli idrocarburi dal punto di vista dell'analisi dei dati e degli investimenti. Quindi il fatto che questi soggetti adesso abbiano e lo vedete, lo fa Eni, lo fa Total, lo fa BP, stiano concentrandosi verso quel mercato, vuol dire che questa arena sta diventando molto molto affollata; affollata di soggetti, ripeto, da quello che è il … al grosso operatore. Ci sarà un consolidamento, non è ancora chiaro chi prevarrà, se poi il soggetto più piccolo, misto… però questo è quello che diciamo così noi vediamo essere in atto. Quindi questo è una di quelle forze di cambiamento di questi sei che ho citato che sicuramente più preoccupa. Come sempre, preoccupazione vuol dire anche, può equivalere anche ad opportunità. L'ultima forza di cambiamento di questi sei che noi abbiamo identificato è quella che noi chiamiamo


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

attivazione del consumatore. L'attivazione del consumatore vuol dire che il consumatore di servizi energetici tipicamente è un soggetto – sto parlando soprattutto di quello retail o piccola-media industria – fondamentalmente passivo vuole ricevere energia e vuole pagare poco. Questa cosa sta cambiando, è cambiata soprattutto… un po' c'è un cambiamento comportamentale, c'è una maggiore attenzione da parte del consumatore a capire da cos'è composta la propria bolletta e vedere: "ah, ma guarda arriva da energia verde" e quant'altro. E sicuramente questa cosa qui del cambiamento secondo me è inferiore rispetto a quello che viene dipinto normalmente, perché insomma questo lo vediamo. L'energia ancora interessa un po' pochino al consumatore tipo. Io, ripeto, faccio sempre l'esempio, quando inizio i miei corsi chiedo ai miei studenti: "Ma chi è il vostro fornitore di energia", non… e nonostante il fatto che probabilmente le loro famiglie spendono 1.000-1.500 euro, se però chiedo a loro qual è il loro fornitore del servizio di cellulare, mi sanno dire tutto, quanti minuti, quanti giga, dov'è la sede, la società, eccetera, eccetera. E spendono un sesto probabilmente di quello che spendono per l'energia. Quindi sta cambiando; sta cambiando un po' l'attitudine, l'attenzione all'ambiente. Questo è effettivamente crescente - vedi la manifestazione di venerdì – ma soprattutto per la tecnologia, perché con la tecnologia io adesso posso fare molte più cose. Non so voi, ma io stesso …, insomma anch'io cambiare fornitore per cercare l'offerta più conveniente, insomma arriva il venerdì sera, sei stanco, ma magari una scusa per non farlo la trovo. Per non fare …, per non pensare a cambiare il fornitore. Però la tecnologia sta cambiando, per cui - faccio un esempio - in Inghilterra stanno fiorendo le nuove App di auto-switching. Io do i parametri a questa mia Appartamento di quello che io voglio, un cambiamento al mese, e mi cambiano loro in automatico il fornitore, sulla base una volta al mese o una volta alla settimana, guadagno … È un film per le società dell'orrore per le società di vendita, però questo è il mondo in cui stiamo arrivando. Quindi è un fatto di questi siti comparativi solo che lo fa in automatico. Io gli do i parametri ed è lui … In Italia ancora non c'è questa cosa e credo che faranno di tutto per tenerla fuori da …, però è una realtà che prima o poi arriverà, ma dico questo per dire che l'attivazione del consumatore che sta avvenendo avviene grazie all'evoluzione tecnologica; comportamentale meno, ma soprattutto tecnologica. Questo vuol dire che il consumatore sempre più può decidere, per esempio, di diventare cosiddetto prosumer, cioè consumatore e produttore. Mi metto il pannello, ci attacco l'auto elettrica e ottimizzo tutto il processo. Quindi questo è un fenomeno in atto; è un fenomeno… per altro questo qui del consumatore che si attiva ancora non bene inquadrato, non si capisce bene quali saranno le dinamiche, quali saranno i volumi, però quello che sappiamo è che, proprio perché il consumatore si attiva e può addirittura all'estremo decidere di staccarsi dalla rete e quindi da me fornitore di energia per procurarsela da solo in qualche altro modo, è questo il motivo per il quale la maggior parte delle società energetiche stanno scendendo a valle, cioè stanno andando verso il consumatore. Quindi anche società tradizionalmente legate agli asset upstream… Vi faccio un esempio. Ha suscitato un discreto scalpore il vecchio British Gas, di cui magari avrete sentito. Quindi grande colosso inglese, monopolista per molti anni sia del gas e quindi principale produttore di gas ed elettricità, ha praticamente… - immaginatevi un Enel, un Enel inglese - ha praticamente venduto tutte le centrali di produzione per concentrarsi


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

esclusivamente sul lato consumatore. E quindi gli faccio servizio al boiler; li aiuto, li ottimizzo l'auto elettrica; gli installo la pompa di calore e quant'altro. Quindi si sta liberando di tutto quello che è a monte per andare ad offrire tutto il possibile. Perché dico questo? Perché effettivamente nel momento in cui il consumatore si attiva, le società devono capire di che cosa ha bisogno, perché quello che sappiamo essere probabile è il fatto che si spezzi anche qui il legame tra il mio fatturato e il numero di kilowatt/ora o di metri cubi di gas che vado a vendere. Questa cosa qui in alcuni casi vale ancora, ma è destinata ad entrare sempre più in crisi. Quindi le società che operano sul mercato devono capire: okay, ma se non ti vendo questa quantità di kilowatt/ora come posso esserti utile? E allora le infrastrutture di ricarica, il servizio, la pompa di calore, l'efficienza, la gestione intelligente degli apparati a casa e quant'altro. Quindi questo un po' è il contesto in cui si muove anche una compagnia come CVA e in cui si muovono tutti quanti. È un complesso molto complesso, in cui ancora quello che vi posso dire è che non emerge allo stato attuale un modello vincente, nel senso che abbiamo soggetti che sono concentrati solo – facevo il caso inglese – verso la vendita; altri che preferiscono rimanere integrati; altri che si concentrano esclusivamente sulla produzione di energia da fonti rinnovabili. Vediamo, a seconda dei Paesi e a seconda delle Regioni, diversi modelli, ma non è ancora emerso: quello è il modello vincente. Il motivo è anche semplice, perché comunque la velocità del cambiamento è stata tale che non c'è stato ancora modo di vedere: "va bene, ma questo emerge". Qualcuno è già saltato; nuovi soggetti sono arrivati. Lo scopriremo nei prossimi anni. Quindi questo non vuol dire che nel mercato ci possono essere solo gli Enel o i Tesla. Non vuol dire assolutamente questo, perché comunque ci sono soggetti nuovi. Vi ripeto, vi citavo prima il caso delle App che fanno auto-switching sono soggetti microscopici. Comunque nei diversi mercati energetici europei non è necessario …, anzi probabilmente mi vien da dire che con rare eccezioni i grandi colossi sono tendenzialmente in discreta difficoltà nello stare dietro a soggetti più piccoli e magari più agili, tipo o Power o … in grado di intercettare la novità e un po' più snelli nell'affrontare, nell'abbracciare un certo tipo di tecnologie. Quindi questo era quello che mi sentivo di condividere con voi per quel che riguarda il contesto in cui queste forze sono assolutamente applicabili anche a quello che può succedere in un territorio come la Valle d'Aosta. Ripeto, io vedrei abbastanza pertinente anche il tema della decentralizzazione per una Regione come la Valle d'Aosta. Se non ci sono domande e osservazioni, io passerei alla seconda, se per voi non è un problema, ovviamente.

**MINELLI**

Era solo un chiarimento. Lei adesso, proprio l'ultima cosa che ci ha sottolineato, lo scenario della decentralizzazione riferito alla nostra Regione. Può spiegarci meglio che cosa intende e quali sono gli aspetti che dovrebbero essere presi in considerazione?

**DI CASTELNUOVO**

Sì. Allora i sistemi energetici sono storicamente caratterizzati, soprattutto le infrastrutture, da grandi costi capitali, no? Questo fa sì che tipicamente, storicamente si sia ricercata l'economia di scala. Che cosa vuol dire questo? Che io non vado a fare tante piccole


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

centraline; io vado a fare un bel centralone, perché questa è la soluzione più economica. Questo però era il passato. Allo stato attuale in molte occasioni, soprattutto dove posso, per esempio, avere problemi tipicamente in territori montani, il costo della trasmissione della rete rischia di essere più alto rispetto ad altre zone. Ecco che quindi questa cosa, col fatto che il costo della connessione su territori – insomma varia naturalmente a seconda della pendenza, a seconda … - però questo fattore, quindi questo costo maggiore della rete consente di aumentare la convenienza di un certo tipo di tecnologie, come la cosiddetta generazione distribuita che, d'altronde, ha già fatto un percorso straordinario di abbattimento dei costi. Attenzione, il discorso delle economie di scala, cioè nel senso più grosso è più economico vale ancora; non abbiamo ancora distrutto l'economia neoclassica, okay? Perché infatti se voi vedete gli scenari prodotti, non so, dall'Azard, dall'International Energy Agency e vedete per tecnologia, vedete le previsioni di costi … Scusate, più che previsioni direi le stime e le stime dei costi per tecnologia voi noterete sempre che comunque il costo, l'euro per megawatt/ora sarà sempre più economico in un grande impianto solare che non rispetto allo stesso megawatt/ora prodotto dal pannello sopra a questo edificio. Questo allo stato attuale non possiamo scardinarlo. Quindi rimane sempre un grande impianto; anche se rinnovabile il costo medio sarà molto probabilmente sempre inferiore rispetto a mettere insieme l'equivalente numero di pannelli, però quello che succede è che questi pannelli, anche il singolo pannello ha fatto un'enorme strada nella riduzione dei costi. E sta diventando sempre più conveniente. La decentralizzazione viene consentita dalla tecnologia e dall'abbattimento dei costi, quindi il fatto che io effettivamente possa decentralizzare e farmi io l'impiantino o concentrarmi sulle reti locali. Questo però comporta un problema a livello di ripartizione dei costi, perché comunque che succede? Io le infrastrutture le ho sviluppate negli anni; sono state decise le reti, ma anche le grandi centrali magari che forniscono servizi di riserva. Allora io le infrastrutture non le sviluppo nell'arco di 24 mesi, ma nell'arco di anni e il pannello lo metto su in una … ma neanche una settimana. Se è un bravo tecnico, me lo mette su in un pomeriggio. Allora cosa succede? Vi dicevo prima che si è rotto un po' il legame tra la bolletta che pagano tutti i consumatori e quelle che sono le dinamiche di mercato. Io vedo che la mia bolletta non scende, quindi che faccio? Mentre invece vedo che mi arriva la società che mi offre il pannello, che scende di prezzo, eccetera. Ad un certo punto, quelli che se lo possono permettere, installano il pannello, comprese le piccole e medie aziende e alcuni di loro sempre più potranno attaccarsi anche la batteria, quindi rendendosi sempre più autonomi. Questo crea un problema. È un problema regolatorio, è un problema di equità, di politica – questo è un problema di politica, più che un problema economico – del fatto che se io mi stacco, ma il resto del sistema chi me lo paga? Vuol dire che fatto cento il costo del sistema energetico che comunque dev'essere ripagato, la gente si stacca e io quel cento, se noi siamo gli utenti del sistema elettrico, se questi signori si staccano, noi rimanenti ce lo dobbiamo pagare noi quel cento. E mano a mano che quel cento ce lo ripaghiamo noi, voi siete scontenti perché la vostra bolletta non scende e allora anche lei, anche lui e anche lui si staccano. Rimangono alla fine… questo è quello che si chiama giro della morte nella letteratura, nel senso che è una cosa che si autoalimenta. Non siamo ancora a questo livello, però è una cosa che il policy maker deve


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

avere bene a mente, perché ad un certo punto si crea questo meccanismo, tale per cui bisogna impedire che alla fine rimangano – è un po' come il gioco della… vi ricordate, quello della musica e delle sedie, no? – alla fine rimangano in piedi quelli che però effettivamente non hanno i soldi per pagarsi il pannello, perché comunque queste tecnologie sono comunque costose. Ripeto, per alcuni territori penso che ormai è una tecnologia a disposizione di molti. Per tecnologia intendo impianti di produzione su scala limitata, quindi di piccole dimensioni. Quindi letteralmente a livello dal condominio alla piccola-media impresa. Soprattutto quando ci può essere un probabile costo superiore nei servizi di connessione, trasmissione e distribuzione. E questo chiaramente dà maggior incentivo a ricercare quel tipo di soluzione. Ed ecco questo … - non so, spero di aver risposto alla domanda - questo è il motivo per cui vedevo con favore lo sviluppo di queste tecnologie.

**NOGARA**

Prego, Consigliere Marquis, ha chiesto la parola.

**MARQUIS**

Grazie, Presidente. Grazie professore per l'illustrazione che ci ha fatto, che ritengo che sia molto interessante, perché ha esplorato un po' quello che è il mercato dell'energia, un aspetto sostanzialmente che non avevamo ancora avuto modo di approfondire prima di questo incontro. Da quello che è stato rappresentato è un mercato che è soggetto a delle grosse evoluzioni. Ci saranno dei nuovi operatori che si affacciano sul mercato con delle grandi ambizioni e tutto questo è frutto dell'introduzione delle nuove tecnologie, delle tecnologie che sono in divenire sotto vari aspetti e che modificheranno sempre più il mercato che, a oggi, non è ancora possibile vedere quale situazione di assetto potrà avere sul periodo medio-lungo. Il problema che abbiamo noi è che abbiamo una società che produce energia rinnovabile, che fa del trading, che vende energia, che si trova, da come lei ha detto, a confrontarsi su un mercato che sta mutando di giorno in giorno. Tant'è che se noi guardiamo la fotografia di quello che era lo scenario dell'assetto delle aziende che producono energia cinque anni fa nel nord Italia c'erano molte più aziende rispetto a quelle che ci sono oggi, perché c'è stato un processo di aggregazione, di assorbimento, di grande evoluzione. E così come lei ha detto che avviene anche in tutto il resto del mondo e in Europa. Quindi cosa significa questo, che la nostra società sarà chiamata anche ad esplorare delle nuove situazioni diversificando e dovrà essere competitiva sul mercato. Quindi voglio arrivare alla domanda. Mi pare di aver capito che in una condizione di questo tipo bisogna avere della grande flessibilità, capacità di adattamento agli scenari che si prefigurano da un giorno all'altro. Allora la considerazione che vorrei fare e la domanda che vorrei porle è questa: secondo lei, alla luce di questo mercato futuro, alla luce della configurazione dell'assetto societario che ha oggi la CVA, che è una società completamente pubblica, tenuto conto che in Italia rispetto al resto d'Europa dobbiamo assoggettarci anche alla Legge Madia, che è sicuramente limitante rispetto all'attività di oggi e a quella che può essere l'attività futura, lei ritiene che sia più opportuno rimanere sotto l'ambito completamente pubblico di proprietà o il fatto che la società che oggi è un player che opera nel mercato avrebbe da conseguire dei maggiori


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

vantaggi operativi e quindi di sua valorizzazione e quindi anche di produzione di dividendi per l'ente pubblico avendo un percorso diverso attraverso una possibile quotazione anche di una piccola parte che potrebbe rendere – non lo so – forse la gestione più flessibile. La domanda è un po' questa, per capire secondo lei in questo scenario quale delle due configurazioni può agevolare la valorizzazione della società.

**DI CASTELNUOVO**

Grazie. Allora premesso che, come ho detto all'inizio, non sono un esperto di diritto societario e confesso anche di non conoscere nel dettaglio la Legge Madia, però dico questo. Effettivamente tutto quello che potrebbe, da un lato dico impedire ad un soggetto come CVA di evolvere velocemente verso quello che è il contesto del mercato, sicuramente io lo vedrei con sfavore. Dico però questo anche, qualunque siano i freni che non consentono perché la velocità del cambiamento è veramente impressionante di quello che sta succedendo. Ripeto, se qualcuno ci avesse raccontato che …, sapete che in Italia il nostro regolamento ci impedisce di avere prezzi negativi, ma in Germania e in Francia, più o meno ogni domenica, il prezzo dell'elettricità diventa negativo. Che vuol dire? Da noi non si può perché viene bloccato a zero il prezzo dell'ingrosso, perché questo? Perché c'è un eccesso di produzione da rinnovabili, la domenica non ci sono le industrie che producono per la maggior parte e quindi c'è troppa richiesta e quindi il prezzo non si ferma a zero ma va in territorio negativo. Parliamo anche di 200/300 euro. Al punto mi è stato raccontato che ci sono – non so se è vero, però me l'ha detto una collega – ci sono alcuni Comuni in Germania dove i prezzi sono negativi che quindi di giorno accendono le luci pubbliche, perché così vengono pagati. È un po' un paradosso, perché producendo di fatto vengono pagate. L'energia diventa come la spazzatura: io produco energia e pago perché me la ritirino. Allora in un contesto di questo tipo, di altissimo volatilità dei prezzi, è chiaro che un soggetto che è esposto sul mercato deve avere una flessibilità in termini di mix tecnologici e di modelli di business per arrivare. Quindi quello che dovesse fermare questa ricerca della dinamicità io lo vedrei con sfavore personalmente. Detto questo però ci terrei anche a precisare quello che dicevo prima sul fatto che, proprio per evoluzione, proprio per anche quello che dicevo sulla bolletta, il fatto che ci sia un… come posso dire? Il rischio che ci rimangano quelli col gioco delle sedie senza la sedia, il rischio che vengano fatte magari anche delle scelte di tipo anche ambientale non perfettamente in linea con quella che dovrebbe essere l'ottimizzazione del territorio, io vedo comunque e sempre un controllo pubblico molto positivamente, perché comunque non è facile … Ve la dico diversamente. Settimana scorsa il Presidente Direttore dell'Associazione Eolica Europea ha detto che – e anche l'amministratore delegato di Vattenfall, che è una delle più grosse utility svedese, una delle più grosse d'Europa, molto esposta nelle rinnovabili – ha detto che col fatto che gli incentivi alle rinnovabili in Europa sono in via di uscita per la maggior parte, si stanno riducendo moltissimo - da noi è finito il conto energia, no? – allo stato attuale per gli investitori quello che conta, non essendoci più quel tipo di segnale, è il segnale che viene dalla politica. È la politica che dice guarda, io voglio fare, voglio decarbonizzare. Se prendete il Financial Time oggi troverete la lettera del Presidente della Costa Rica che vuol arrivare … - va bene, il Costa Rica non è un paese enorme – che


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

vuole arrivare a zero, cioè quando sparisce il segnale economico un po' dal mercato per una serie di dinamiche, sparisce l'altro segnale che è da dire: "guarda, arrivano gli incentivi", no, gli incentivi non ci sono più? Allora che cosa mi rimane? Allora per l'investitore, per l'azienda quello che rimane, il segnale determinante per decidere che cosa andrò a fare io come operatore, come azienda, è il segnale che mi arriva dalla politica, che per esempio mi arriva da Bruxelles e mi dice questo è il target, poi calato nel Paese, calato a livello nazionale. Quindi ecco perché dico il ruolo del pubblico è fondamentale nel continuare comunque a guidare questa transizione, per evitare che si possa poi arrivare a situazioni sconvenienti e per evitare comunque che questa transizione abbia delle esternalità negative che potremmo, francamente, evitare. Spero di aver risposto.

**NOGARA**

Collega Lucianaz.

**LUCIANAZ**

Buonasera, grazie. Volevo chiederle lei da esperto del mercato energetico, noi qui in Valle d'Aosta assistiamo al fatto che il 90% della produzione di CVA pare che sia esportata dalla Valle d'Aosta, mentre, non so, ad esempio la Valtournenche, sulla stessa acqua, ci sono quattro centrali di produzione idroelettrica, sulla stessa caduta di acqua, però poi assistiamo al metano che viene scavato e viene portata la tubazione fino a Valtournenche, stessa cosa a Gressoney o …, eccetera. Lei, da esperto del mercato, ritiene che è una scelta logica, che fa parte delle dinamiche del mercato o, ad esempio, come succede in Norvegia, tutto è riscaldato elettrico e pagano una bolletta di 500 euro, mi pare, all'anno?

**DI CASTELNUOVO**

Naturalmente lì bisogna vedere; io andrei a vedere lì nella fattispecie la questione delle infrastrutture. Allora a termine è evidente che, per chi crede agli scenari come il sottoscritto della EPCC, dell'organo delle Nazioni Unite, abbiamo urgenza di decarbonizzare. Gli studi ci dicono che per decarbonizzare va benissimo fare le rinnovabili, ma voi sapete che nel consumo energetico la produzione di elettricità è una parte dove effettivamente stiamo già decarbonizzando e in Europa siamo stati i più bravi al mondo da questo punto di vista. Ma rimane poi nella torta del consumo energetico tutto il resto: industria, trasporto e il riscaldamento, che è quello più difficile per altro da fare, perché si entra nelle case delle persone. Allora in generale, la decarbonizzazione o comunque il problema dei cambiamenti dei climatici, non è che si accontenta per il fatto che io ho messo le centrali eoliche e quindi sono contento così, perché il resto, il 60, il 70% emette Co2 o emettono gas serra. Allora noi, a tendere – e gli obiettivi al 2050 – dobbiamo decarbonizzare tutto il sistema economico, quindi non solo la produzione di elettricità ma anche il riscaldamento, il trasporto e l'industria. Naturalmente lì incontriamo resistenze maggiori. Nel caso dell'industria pensate… adesso qui siete bravi, avete il vetro, però se fossimo in Università saremo pieni di bottigliette di plastica, okay? Noi ci stiamo lavorando. Quindi cioè nel caso dell'industria la strada è ancora molto lunga, motivo per il quale la domanda


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

di petrolio e di gas è previsto non raggiungere il picco ancora per diversi anni. Per quel che riguarda l'utilizzo del gas, lì bisogna fare ogni volta il caso, perché comunque bisogna anche …, il gas è sicuramente un combustibile. Ci sono le questioni di geopolitica sicuramente, però ne parliamo in un secondo tempo e per quel che riguarda proprio l'aspetto ambientale/economico dipende molto dalle infrastrutture che io ho. Se io ho già le infrastrutture già previste probabilmente mi conviene valutare la possibilità di utilizzare quell'infrastruttura di gas rispetto ad altri, sapendo però che, a tendere, e gli studi ce lo dimostrano, comunque il gas nei prossimi decenni dovrà sparire anche dall'uso domestico. Quindi se io ho già un'infrastruttura sbagliata, eccetera, allora forse devo prendere in considerazione la possibilità che nel breve e medio termine io ancora possa rimanere legato al tubo del gas, però io so che, a tendere, gli scenari ci dicono che comunque il gas dovrebbe uscire anche dall'uso domestico. È chiaro che non possiamo farlo adesso. Ripeto, anch'io ho il gas a casa mia. Adesso ci sono anche la piastra ad induzione e nuove tecnologie, pompe di calore e quant'altro, però è chiaro che se io ho già l'allaccio, nel senso se io ho già una rete …, cioè il punto è un altro. Bisogna anche essere, come posso dire? Avere presente i fattori economici, cioè se io ho un'infrastruttura, ce l'ho già in bolletta. Se già ce l'ho in bolletta, è quella stessa bolletta che vi dicevo che poi alla fine pagano sempre gli stessi. Quindi vediamo se questa struttura la posso usare per continuare a soddisfare i bisogni energetici. Da questo punto di vista, personalmente io ritengo che nel momento in cui io i tubi ce li ho, perché li ho già costruiti, allora certo che mi aspetto che magari gli operatori del gas sviluppino il biogas, l'utilizzo per esempio del gas per stoccare l'eccesso di energia rinnovabile. Le pale girano magari di notte che non c'è domanda, io uso quelle pale… Insomma c'è in corso un'attività da parte soprattutto delle società di rete gas nel vedere come rendersi utile, mi passi il termine, verso … però sapendo che là dobbiamo andare. Non tagliamo oggi, però in qualche modo la direzione è quella là e quindi dobbiamo arrivarci. Non possiamo chiudere il gas, non possiamo elettrificare tutto, anche perché la rete non lo può sostenere in questo momento. Ancora va aggiornata, no? E ancora c'è una discreta quantità di incertezza anche sul livello con l'aumento esponenziale dell'auto elettrica, di che cosa succederà sull'auto elettrica. Per esempio, anche sull'auto elettrica devo dire, se mi posso permettere, è un tema molto interessante, perché vince per certi punti di vista; il vento in poppa dell'auto elettrica vince anche il fattore economico, perché non si ferma in questo momento questa cosa. Lascia stare che la Tesla costa 90.000 euro e adesso ci sono modelli… però non è neanche il driver economico quello che sta spingendo le aziende a tirar fuori, con l'ultimo salone, decine di modelli ibridi o elettrici. Quella è la direzione, è tracciata e in alcuni casi anche dalla politica e lì si va e i costi scenderanno perché stanno già scendendo. Nel costo della batteria lo vediamo, sono scese di parecchio.

**NOGARA**

C'è qualche collega che vuole fare altre domande? Prego, Vesan.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

**VESAN**

Grazie, Presidente. Sappiamo che lei si è occupato di uno studio sulla liberalizzazione delle società di distribuzione elettrica. Se poteva illustrarcene i risultati e quindi che cosa questo ha comportato da un punto di vista del …

**DI CASTELNUOVO**

Allora no liberalizzazione delle società di distribuzione. Adesso questo magari mi confondo, io ho fatto… abbiamo fatto da noi, guardiamo sicuramente spesso la distribuzione perché… per altro questo mi fa piacere a questo punto, perché se penso, quando guardiamo le nostre analisi, fan vedere che tutto quello che sta succedendo, quelle forze di cambiamento di cui parlavamo, la rivoluzione maggiore avviene proprio lì, nella distribuzione. E questo so che appunto CVA nel suo business ha anche la distribuzione elettrica. A questo bisogna prestare molta attenzione, perché se chiedete a me i giochi si fanno lì, a livello di distribuzione. I giochi del futuro. Ma non credete a me; guardate quello che succede in giro in Europa e noterete che tutte le società hanno – i francesi ovviamente sempre un po' più restii – però diciamo, per via dell unbundling, hanno venduto le società di trasmissione e che sono state comprate da una serie di soggetti, spesso finanziari. Nel caso della distribuzione invece ciò non è avvenuto, nel senso che io prendo Ion, io prendo Enel, io prendo EDF, con l'eccezione dell'Inghilterra ma che aveva già avuto dei modelli diversi, ma se guardo l'Europa continentale, io vedo che più spesso che noi i grandi campioni, la rete di distribuzione se la tengono ben stretta, perché sono consapevoli… da un lato, non nascondiamoci dietro un filo d'erba, in una tempesta di quello che sta succedendo, di alta volatilità dei prezzi, in cui molti saltano, in cui non so perché il prezzo in Germania mi va in negativo, anche avere una tariffa, quindi un rendimento in RAB è anche una 'osa che dà soddisfazione e dà più tranquillità. Quindi c'è l'aspetto della stabilità finanziaria che è comprensibile, ma c'è anche l'altro aspetto fondamentale del fatto che nella rete di distribuzione è in atto la rivoluzione: le smart grid, le auto elettriche, la domotica. Che cosa succederà? Ecco il motivo per il quale … Quindi a livello di distribuzione non parlerei di liberalizzazione, nel senso che è un monopolio naturale e quindi c'è un soggetto che lo può fare. Non posso averne tanti. Quello che però diciamo così sta un po' cambiando è di capire che cosa possono offrire questi distributori. La tipica zona grigia, allo stato attuale, e lo si vede perché si va a macchia di leopardo in Europa, è per quel che riguarda la mobilità elettrica e le infrastrutture di ricarica, perché ad oggi la maggior parte degli esperti sono concordi del fatto che sia abbastanza confuso chi fa che cosa e il distributore, perché il distributore è quello delegato a gestire la rete, però l'infrastruttura di ricarica, di fatto io vado a vendere un qualcosa, no? Quindi ancora non si è capito chi dovrà, chi avrà effettivamente il monopolio oppure no, oppure se dovranno essere società di vendita, perché ad oggi se vedete le vostre infrastrutture di ricariche sono offerte da Tesla, però lo fanno anche le società di distribuzione. Shell ha comprato la più grossa società di ricariche elettriche in Europa, che è paradossale per una società che vende la benzina e ha comprato la più grossa società olandese di infrastrutture di ricarica. Quindi non vedrei… cioè non sono convinto


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

che si possa parlare di liberalizzazione; si può parlare sicuramente di rivoluzione in ambito delle smart grid, perché? Perché le smart grid non erano così smart, perché di fatto si abbassa il voltaggio – qui mi uccideranno gli ingegneri – però questo era. Era la rete di trasmissione che smistava i traffici dalle varie centrali, magari idroelettriche, per poi arrivare alle case attraverso la rete di distribuzione. Adesso questa rete di distribuzione si ritrova migliaia di pannelli che vanno per conto loro, auto elettriche, quindi la distribuzione è, a mio giudizio, un soggetto fondamentale per la transizione energetica. Ecco che mi aspetterei un soggetto pubblico di monitorare bene questa cosa, perché è un enabler, cioè senza quello tu rischi di non fare il passaggio successivo, perché spesso nei ragionamenti economici si parla "ah, le tecnologie, eccetera, eccetera", ma alla fine anche nel servizio energetico come in tanti altri servizi, senza la rete non si va da nessuna parte. Che sia gas, che sia elettricità, che sia petrolio, ci vuole il trasporto, okay? Ed è il motivo per il quale è così difficile elettrificare anche in Africa, perché io posso avere il pannello che costa poco e poi? Che faccio? Faccio tanti pannelli? Come lo collego? Il trasporto dell'energia è il tallone d'Achille per forza di cose del sistema energetico e rimarrà tale a lungo.

**NOGARA**

Ci sono altre domande? Prego, Minelli.

**MINELLI**

Volevo chiedere un'altra cosa che è un po' consequenziale alle cose che lei ha detto. Mi sembra di aver capito che la lunghezza della filiera aumenta il costo finale dell'energia. La nostra filiera che, invece, dovrebbe essere cortissima, perché la produzione è qui e il consumo è qui, dovrebbe garantirci anche dei prezzi concorrenziali però non avviene così. Quali sono le azioni che bisognerebbe mettere in campo per raggiungere un obiettivo di questo tipo, secondo lei?

**DI CASTELNUOVO**

Allora la lunghezza della filiera sì, però i sistemi elettrici che sono basati su reti, come si dice in inglese, mashed – non mi viene il termine italiano – vuol dire che l'energia di fatto va dove gli pare, no? Cioè io voglio andare da A a B, però va più o meno …, però basati su sistemi di prezzi competitivi vuol dire che io andrò a prendermi l'energia più economica. Quindi non necessariamente se io ho una filiera più corta ho il prezzo più corto, perché se posso andarmi a prendere il kilowatt/ora preso da una centrale – è terribile da dire - a carbone, che è un po' più lontana però costa molto meno, mi costerà meno effettivamente andare a prenderla al netto di un problema di congestione, cioè nel senso che non è possibile dire questa cosa che la rete più corta costa di meno. Dipende da chi la paga quella rete. Se è pagata tutta dalla comunità locale però, essendo comunque la trasmissione… i costi di sistema alla fine li paghiamo tutti. Abbiamo un sistema di prezzi zonali per cui, in teoria, se io ho una maggiore produzione di energia a basso prezzo, in una delle sei zone in cui è diviso il Paese, allora quell'energia dovrebbe essere più economica, però qual è il problema? Che noi in Italia abbiamo questi prezzi zonali – le sei zone – che sono prezzi alla vendita, nel


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

senso che se io sono un venditore/produttore di energia riceverò il prezzo della zona in cui mi trovo, ma se io sono un acquirente, quindi uno che compra energia anche per i consumatori, io compro al cosiddetto PUN, che è il prezzo medio di tutte le zone d'Italia, quindi viene mediato. Motivo per il quale anche, se voi vedete i prezzi zonali in Italia, storicamente noi abbiamo un prezzo molto più elevato nella zona Sicilia per un problema di congestione, di connessione e quant'altro, ma non è che i siciliani pagano di più l'energia. La paghiamo tutti un pochettino di più perché è smussato, perché il prezzo di acquisto è una media ponderata di tutti i prezzi di zona. Il fatto di avere una filiera più corta, cioè di essere vicini alla centrale, mi verrebbe da dire è una buona cosa, però se io sono all'interno di un sistema nazionale di disegno di mercato, io continuo a pagare i costi di sistema. Altra cosa, invece, è se io, attraverso una generazione distribuita, allora no, allora io riduco di fatto la domanda di sistema. Per cui se io ho una generazione distribuita, vuol dire che io riduco il carico sulla rete. Allora da questo punto di vista c'è crescente l'esigenza di adattare la regolazione – regolazione intendo non regolazione tecnica. Regolazione economica – per far sì che questo tipo di cose vadano ad avvantaggiare i contribuenti o chi comunque ha fatto questi investimenti, perché l'idea è la seguente: io ho un sistema con domanda e offerta. Se io vado a ridurre la domanda di sistema perché installo, per esempio, più pannelli nella mia zona, vuol dire che io riduco la pressione sul sistema e quindi questa cosa mi dev'essere riconosciuta in qualche modo in bolletta. E la regolazione sta andando in quella …, sono i cosiddetti anche poi servizi di flessibilità. Quindi quello che posso fare io è di fare in modo che non è tanto il fatto che sia lunga o corta, quanto di fare in modo che le mie azioni in termini di investimenti di pannelli, di garantire una maggiore flessibilità sull'operatività dei miei impianti, quindi consentendo all'operatore di sistema di abbattere i costi di sistema, questa cosa mi dev'essere riconosciuta e questo lo può fare però la regolazione, che va a riconoscere ad un certo tipo di investimenti e ad un certo tipo di modalità operative una remunerazione per dire io ti pago o ti faccio pagare meno perché tu mi stai rendendo la vita più facile. Questo vuol dire.

**NOGARA**

Grazie. Se non ci sono altre domande, ringrazio per la competenza e la chiarezza il professore e la ringraziamo soprattutto per la sua disponibilità. Grazie mille.

**DI CASTELNUOVO**

È stato un piacere. Grazie a tutti. Buona serata.

* * *

Alle ore 18.45 il Prof. DI CASTELNUOVO lascia la sala di riunione, termina la registrazione degli interventi e la diretta streaming della riunione.

* * *

Il Presidente NOGARA chiude la seduta alle ore 18.45.


1/a, rue Piave • 11100 Aoste • tél. (+39) 0165 526152 • télécopieur (+39) 0165 526262
commissioniconsiliari@consiglio.vda.it • consiglio.regione.vda@cert.legalmail.it

Letto, approvato e sottoscritto

**IL PRESIDENTE**

Alessandro NOGARA

(Documento firmato digitalmente)

**IL CONSIGLIERE SEGRETARIO**

Roberto LUBOZ

(Documento firmato digitalmente)

**IL FUNZIONARIO SEGRETARIO**

Giuseppe POLLANO

(Documento firmato digitalmente)

---

*Data di approvazione del presente processo verbale: 19 aprile 2019*