

**COMMISSIONE SPECIALE PER L'ANALISI DELLE DETERMINAZIONI IN RELAZIONE AI SEGUENTI SCENARI  
RIGUARDANTI CVA S.P.A.: SOCIETÀ INTERAMENTE PUBBLICA, SOCIETÀ QUOTATA IN BORSA O ALTRE  
FORME SOCIETARIE**

**RELAZIONE CONCLUSIVA**



La Commissione speciale per l'analisi delle determinazioni in relazione ai seguenti scenari riguardanti CVA S.p.A.: società interamente pubblica, società quotata in borsa o altre forme societarie è stata costituita con legge regionale 24 dicembre 2018, n. 12, che, oltre ad aver sospeso il processo di quotazione della suddetta società precedentemente avviato con legge regionale 21 dicembre 2016, n. 24, ha demandato la valutazione in merito alla prosecuzione o all'interruzione del processo di quotazione ad una Commissione consiliare all'uopo costituita, sulla base dell'analisi dei seguenti elementi:

- limiti, vincoli e facoltà derivanti dal contesto normativo di riferimento, anche con riguardo alle possibili alternative in ordine agli strumenti finanziari di quotazione e alle possibili prospettive di evoluzione della disciplina in materia di concessione d'uso di beni pubblici;
- costi già sostenuti e da sostenere per il processo di quotazione;
- benefici per la redditività prospettica della partecipazione pubblica regionale;
- mantenimento e incremento dei livelli di occupazione e di produzione aziendale nel territorio regionale;
- garanzie circa l'utilizzo della risorsa pubblica per la produzione di energia da fonte rinnovabile compatibile con gli altri usi prioritari di indirizzo, oltre che con la tutela e la presentazione delle componenti paesaggistiche, ambientali e naturalistiche del territorio regionale.

La citata norma assegnava alla Commissione il termine del 31 marzo 2019 per concludere l'analisi, anche avvalendosi delle strutture regionali competenti, di Finaosta S.p.A. e di esperti esterni indipendenti incaricati dalla stessa Finaosta S.p.A., senza oneri a carico del bilancio regionale.

L'esigenza di concludere i lavori entro il termine indicato si è riscontrata anche nella necessità di addivenire con urgenza ad una soluzione che permettesse di superare le problematiche che, attualmente, limitano l'operatività della società, anche in virtù di quanto sostenuto dal Prof. Avv. Damiano Florenzano, audito nella seduta della IV Commissione consiliare del 07 dicembre 2018.

La Madia - riferisce il Prof. Florenzano - è una sequenza di vincoli per chi vuole fare impresa, dall'aumento di capitale che è necessario in una società che vuole stare sul mercato, che ha bisogno di avere denaro, è tutto sottoposto a procedure amministrative, controlli della Corte dei Conti e comunicazioni all'Autorità garante della concorrenza.

Fa poi rilevare che la quotazione in borsa è un modo per uscire da questi vincoli (l'obiettivo è quello di rafforzare il patrimonio aziendale con due sotto obiettivi: eliminare dal giogo dell'applicazione della disciplina pubblicistica la società e acquisire maggiori chance in vista del rinnovo delle concessioni) ma, se si prova la finestra di allungare il tempo per la quotazione di obbligazioni, la si deve fare su questo, perché poi, di default, andrà a finire anche sulla trasparenza. Bisognerà - aggiunge ancora - provare a fare una norma di attuazione che dica che nella Regione Valle d'Aosta si possono ancora collocare titoli diversi dalle azioni in borsa, in mercati regolamentati, ed entrare nell'esenzione della Madia, derogando al termine previsto dalla legge in questione.

Le società sottratte a questi obblighi - precisa - sono le società cosiddette "quotate" e l'articolo 27 prevede una finestra fino al 30 giugno 2016. Fino a quel momento, infatti, era possibile quotare i titoli e alcune società in Trentino e in Alto Adige lo hanno fatto, anche per una piccolissima cifra, pur di non avere questo limite. Non sarebbe azzardato pensare - ribadisce ancora il Prof. Florenzano - di riaprire una finestra temporale per la situazione locale attraverso una norma di attuazione, perché non si cambia la Costituzione, è una legge dello Stato, che può essere derogata dalla norma d'attuazione, se ci sono le ragioni e se c'è la volontà politica di farlo.

Stante l'articolo 4 della legge Madia, che fissa un catalogo di oggetti che legittimano la partecipazione societaria di Enti pubblici, comprese le Regioni, se c'è una legge dello Stato o una legge della Regione che dice: "In quel settore, io svolgo la mia funzione amministrativa, i miei servizi, non con un Ente pubblico, ma con uno strumento societario", secondo il Prof. Florenzano la legge regionale potrebbe essere anche utile ai soli fini di sgravare la Regione per il problema dell'oggetto.

La Commissione si è riunita 12 volte, nel corso delle quali ha proceduto a effettuare numerose audizioni che hanno riguardato il *management* di CVA, il *management* di Finaosta, il Presidente della Commissione Paritetica, i Coordinatori del Dipartimento legislativo e aiuti di Stato e del Dipartimento programmazione, risorse idriche e territorio e i tecnici dell'ARPA. Sono inoltre stati sentiti gli esperti esterni indipendenti Prof. Maurizio Dallochio, Prof. Nicola Aicardi e Prof. Matteo Di Castelnuovo; infine, sono stati ascoltati anche il Direttore dell'Agenzia provinciale per l'ambiente e la tutela del clima della Provincia di Bolzano e il Comitato "Giù le mani dalle acque e da CVA".

La Commissione ha concluso il compito assegnatole entro la scadenza prevista; in particolare, l'analisi e la valutazione di quanto è emerso durante le audizioni e, parallelamente, l'approfondimento, da parte dei commissari, delle soluzioni proposte, ha permesso di formulare la presente relazione.

#### - Le motivazioni per le quali si è resa necessaria l'analisi della Commissione.

CVA è una società di diritto privato interamente partecipata dalla Regione Autonoma Valle d'Aosta tramite Finaosta, che svolge, sia direttamente sia tramite le proprie società controllate, attività di produzione e vendita di energia elettrica sull'intero territorio nazionale e attività di distribuzione nella Regione Autonoma Valle d'Aosta.

Il *management* di CVA ha più volte informato Finaosta e la Regione che, in considerazione del suo *status* di società partecipata assoggettata alla legge Madia, la società risulta oggi fortemente penalizzata dall'introduzione di normative nazionali che ne rallentano e ne condizionano l'operatività e lo sviluppo industriale, pregiudicandone la competitività rispetto agli altri operatori, tanto da aver dovuto elaborare, accanto al piano industriale orientato allo sviluppo e alla crescita aziendale e occupazionale, un piano industriale c.d. "base" che tiene conto dei suddetti limiti allo sviluppo.

Si tratta in particolare della seguente normativa:

- D.lgs. 19 agosto 2016 n. 175 (Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica) e s.m.i, che ha introdotto il Testo Unico delle Società Partecipate o Legge Madia;
- Legge 6 novembre 2012, n. 190 e D.lgs. 14 marzo 2013, n. 33.

Come emerso anche dall'audizione dei vertici di CVA in IV Commissione nel mese di agosto 2018, tali norme – in modo particolare la Legge Madia – pongono limiti alle possibilità di crescita e di sviluppo di CVA, soprattutto sotto un duplice profilo:

#### 1. Limitazione nella capacità di operare in un mercato molto esposto alla concorrenza

- le acquisizioni di nuovi impianti di produzione di energia da fonti rinnovabili avvengono comunemente attraverso l'acquisto delle quote o delle azioni della società veicolo che ha costruito tali impianti secondo un meccanismo concorrenziale di offerta: in base alle

disposizioni della Legge Madia, CVA oggi per poter acquisire nuove società deve richiedere all'organo regionale competente espressa e motivata approvazione, introducendo così nel processo un elemento di incertezza e di complessità tale da compromettere di fatto l'interesse del venditore, facendo perdere a CVA importanti possibilità di crescita;

- l'ingresso di CVA in settori diversi ma strettamente connessi all'energia (come l'efficienza energetica e la mobilità elettrica) che permetterebbero di realizzare una Valle d'Aosta 100% *green* sono compromessi dalle finalità perseguibili dalle pubbliche amministrazioni secondo l'articolo 4 della Legge Madia, oltre alle limitazioni già citate qualora CVA volesse acquisire delle società già operanti in ambiti innovativi;
- la pubblicità su dati strategici, imposta dalle suddette norme comporta l'obbligo di rendere pubbliche molte attività e informazioni di *business* di CVA, che ne costituiscono il *know-how*, a esclusivo vantaggio dei concorrenti;
- la possibilità di mantenere l'operatività dell'azienda ad alti livelli e di ampliare le attività svolte non può prescindere dalla possibilità di assumere sufficiente personale qualificato, che è pregiudicata dalle suddette norme sia in termini di procedure gravose sia in termini di limitazione dei compensi.

## 2. Limitazione nella possibilità di partecipare alle gare per il rinnovo delle concessioni idroelettriche

Nel 2029 scadranno le concessioni di derivazione e saranno indette delle gare per i rinnovi, la cui disciplina, con la conversione in legge del Decreto Semplificazioni (legge 11 febbraio 2019, n. 12), è stata modificata prevedendo numerose competenze in capo alle Regioni: benché l'evoluzione normativa preveda forme di affidamento diretto delle concessioni a società miste pubblico-private, nel caso in cui dovesse essere preferito il meccanismo della gara solo gli operatori nazionali e stranieri di maggiori dimensioni, che sono stati in grado di svilupparsi e rafforzare la propria posizione, avranno buone possibilità di assegnazione. CVA potrebbe così essere fortemente penalizzata da uno *status* che non le permette di crescere e di rafforzarsi a livello economico-finanziario e, probabilmente, da una situazione di potenziale maggior rischio di conflitto di interesse se sarà, al momento delle gare, ancora interamente partecipata dalla stessa pubblica amministrazione che dovrà assegnare le concessioni ovvero la Regione.

### - Come poter superare tali criticità e raffronto con i principali produttori di energia elettrica

Affinché una società pubblica possa essere esclusa dall'ambito di applicazione della Legge Madia, è necessario aver emesso un *bond* quotato su mercati regolamentati entro il 30 giugno 2016, o aver quotato proprie azioni sul mercato azionario, in questo caso senza limiti temporali ("società quotata"): nella condizione di società quotata viene, infatti, riconosciuta l'esenzione a tali obblighi in quanto vi è la soggezione alle più stringenti norme imposte da Consob e da Borsa Italiana, che pur garantendo la trasparenza e la buona *governance* non compromettono l'operatività delle società.

L'esclusione *tout court* di CVA dall'ambito di applicazione della Legge Madia o la riapertura del termine per l'emissione del *bond* quotato potrebbero, in alternativa, essere oggetto sia di una modifica della normativa nazionale a opera del Parlamento e/o del Governo sia dell'introduzione di una normativa regionale *ad hoc*, qualora compatibile con lo statuto speciale valdostano.

Si segnala che tutti i principali operatori del settore (in particolare quelli a partecipazione pubblica) sono in effetti quotati: Enel, A2A, Erg, Edison, Iren, Hera, Falck Renewables e Acea sono tutti presenti in Borsa, mentre sia Alperia sia Dolomiti Energia hanno provveduto alla quotazione di obbligazioni su mercati regolamentati nei tempi previsti, permettendo loro di non essere assoggettati alla Legge Madia ma soprattutto (come diversi esperti hanno sostenuto), per una crescita aziendale costante e per una maggiore flessibilità. CVA opera in un mercato esposto a forte concorrenza, in cui si trova a competere con queste importanti società a regole completamente impari.

Potrebbe altresì ritenersi preferibile mantenere l'attuale *status* di società interamente partecipata dal pubblico, ritenendo più opportuno salvaguardare la gestione degli impianti attuali a discapito della crescita della società.

Oppure, potrebbe essere valutata l'ipotesi di cedere direttamente ad operatori industriali del settore una parte – eventualmente anche la maggioranza – del capitale sociale di CVA.

#### - Audizione del Presidente e dell'Amministratore Delegato di CVA dell'08 gennaio 2019

In occasione della riunione dell'08 gennaio 2019 della Commissione sono stati auditi il prof. Marco Cantamessa e l'ing. Enrico De Girolamo, nel ruolo rispettivamente di Presidente e di Amministratore Delegato di CVA, i quali hanno illustrato ai membri della suddetta Commissione quanto segue.

Il prof. Cantamessa ha riassunto i punti principali degli indirizzi strategici del Gruppo CVA, che prevedono un percorso di sviluppo, definito importante dal punto di vista aziendale e molto importante anche dal punto di vista della Regione Valle d'Aosta, basato sulla crescita nella produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile, in particolare eolica, con una diversificazione rispetto alle geografie e alle tecnologie, per ridurre il rischio paese. Lato vendita, è prevista una crescita con attenzione alla marginalità, l'ingresso in mercati complementari quali quello dell'Efficienza energetica tramite la costituzione o l'acquisizione di ESCO (Energy Service Company), per facilitare la decarbonizzazione, *in primis*, della Valle d'Aosta. Gli elementi all'attenzione riguardano principalmente edifici da ripristinare dal punto di vista energetico e mobilità elettrica. Infine, il piano del Gruppo comprende una strategia di *open innovation* rivolta non solo all'adozione di tecnologie avanzate, ma anche finalizzata ad attrarre in Valle eventuali produttori di dispositivi ed apparati che in qualche modo possano vedere in CVA sia un *partner* sia un primo mercato. Il presupposto alla realizzazione di tali obiettivi risiede nella possibilità per CVA di poter agire come un'azienda che opera liberamente sul mercato, senza molti dei vincoli ai quali oggi è soggetta. Su tale punto, l'ing. De Girolamo ha ricordato che oltre al piano illustrato dal Presidente Cantamessa l'azienda si è vista costretta ad elaborare un secondo piano industriale, ridimensionato in base agli ostacoli che si trova oggi ad affrontare: l'ing. De Girolamo ha, infatti, richiamato l'attenzione sulle limitazioni che l'applicazione della Legge Madia pone a CVA, principalmente su due fronti. Innanzitutto gli ostacoli alle possibilità di acquisizione, ossia allo strumento principale utilizzato dalle aziende del settore per la crescita nella produzione da fonte rinnovabile. In particolare, la necessità di ricorrere ad un'analisi di dettaglio finanziaria, economica ed industriale dei progetti da parte della Regione, affinché essa addivenga ad una decisione, comporta determinate tempistiche e, quindi, di fatto, la perdita di molte occasioni di sviluppo, con l'impossibilità di crescita e di raggiungimento degli obiettivi del piano industriale. Il secondo elemento di freno riguarda l'ampliamento dello

spettro di attività ammesse: tutta una serie di servizi alternativi quale l'efficienza energetica, l'Energy Service Company, la mobilità elettrica e l'utilizzo di tecnologie innovative non risultano ammesse nell'attuale assetto societario di CVA. Infine, De Girolamo ha ricordato le difficoltà che sta incontrando l'azienda nel conciliare la propria operatività con gli obblighi posti in materia di pubblicità e trasparenza, che obbligano alla divulgazione di dati aziendali sensibili, che ne possono compromettere i rapporti con i fornitori. In questo contesto, uno dei possibili strumenti per il superamento degli ostacoli potrebbe essere la quotazione, poiché il fine ultimo, ha sottolineato l'Amministratore Delegato, rimane quello di aumentare il valore di CVA nel tempo, per consolidare quanto è già stato fatto ed essere pronti alle sfide del mercato.

L'ing. De Girolamo ha indicato come, da un'analisi con i principali *competitors* del settore, emerge che CVA risulta attualmente l'unica società del settore che si trova a dover affrontare tali ostacoli, in quanto le altre aziende maggiori non sono soggette integralmente alla Legge Madia poiché quotate o per effetto dell'avvenuta emissione di un prestito obbligazionario quotato entro il termine previsto dalla norma stessa. Le aziende concorrenti di CVA si presentano molto aggressive e la tendenza diffusa nel settore rimane quella dell'aggregazione. Pertanto per CVA si pone anche un tema legato al rischio di divenire preda di un'azienda di maggiori dimensioni.

In relazione al processo di quotazione, l'Amministratore Delegato di CVA ha ripercorso le principali tappe del processo interrottosi ad inizio 2018. Alcune analisi preliminari erano state condotte nel 2014, ma il processo di quotazione si avviò ufficialmente a seguito della Legge Regionale emanata ad inizio 2017, che scaturiva dall'entrata in vigore il 22 di settembre 2016 della già citata Legge Madia, che prevedeva per le pubbliche amministrazioni l'obbligo di dismissione delle aziende partecipate che non svolgessero attività di tipo istituzionale o, in alternativa, la quotazione entro un anno dalla data di entrata in vigore. Quindi, con la massima celerità, a novembre 2016 l'assemblea dei soci deliberò l'avvio del processo di quotazione e Finaosta diede mandato a CVA per l'affidamento degli incarichi di consulenza necessari alla gestione del processo di quotazione in Borsa. CVA agì, dunque, su mandato da parte di Finaosta e, contattando i maggiori gruppi bancari a livello mondiale, espletò il bando per individuare i *global coordinator*. L'opzione di selezionare prima un *advisor*, che avrebbe poi dovuto fornire ausilio per effettuare la gara sui *global coordinator*, presentava due problematiche: le tempistiche, troppo lunghe, e il ruolo, che rischiava di essere un doppione dell'attività svolta dallo *sponsor*. Nell'estate del 2017, il Decreto Legislativo 100/2017 modificò la Legge Madia recependo la possibilità di esentare dall'obbligo di dismissione alcune tipologie di partecipate, tra cui i produttori da fonti rinnovabili. Questo comportò un rallentamento del processo di quotazione e condusse la Regione ad una doppia risoluzione, che sostanzialmente imponeva a CVA, da una parte, di non attribuire più affidamenti onerosi per la quotazione e, dall'altra, di portare avanti inerzialmente le attività per le quali erano già stati assegnati incarichi esterni. Allo scopo di capitalizzare il lavoro svolto, CVA valutò l'ipotesi di un sistema di quotazione cosiddetto tripartito: esso permetteva di sottoporre la documentazione aziendale ad un primo *screening* di Borsa Italiana e Consob sull'ammissibilità alla quotazione e, entro un anno di tempo, procedere con la vera e propria richiesta di ammissione. CVA a febbraio 2018 presentò dunque domanda di ammissibilità. Le interlocuzioni con Borsa Italiana e Consob fecero tuttavia emergere la necessità di dati contabili e finanziari ulteriori rispetto a quelli inoltrati, in particolare riferiti al bilancio trimestrale del 2018 auditato. Tale attività avrebbe comportato un maggiore compenso dovuto ai consulenti e pertanto l'azienda a marzo 2018 ritirò la domanda di ammissibilità. L'ing. De

Girolamo ha precisato che questa scelta non comporta problematiche dal punto di vista dell'immagine verso la Borsa e verso gli investitori, poiché il ritiro della documentazione è avvenuto in fase antecedente al cosiddetto *roadshow* (comunicazione agli investitori). L'Amministratore Delegato ha comunicato che dal momento del ritiro della domanda di ammissibilità le attività legate alla quotazione sono state sospese e ha ricordato che, pertanto, da marzo 2018 CVA non risulta più in esenzione dall'applicazione della Legge Madia.

Per le attività svolte fino a marzo 2018 l'azienda ha sostenuto determinati costi. In caso di riavvio del processo, dalle interlocuzioni intercorse con il *global coordinator*, lo *sponsor* e il *joint bookrunner*, CVA potrebbe riuscire a mantenere la *fee* originariamente concordata. Per le altre attività che riguardano le fasi antecedenti al collocamento, in caso di riavvio, buona parte dei memorandum dovrebbero essere aggiornati, pertanto è prevedibile un esborso simile a quello già sostenuto. Dovrebbero, inoltre, essere perfezionati ulteriori incarichi, tra i quali, ad esempio, quello di revisione novennale dei bilanci. Andrebbe anche definita la *corporate governance* e aggiornato lo Statuto della società secondo il codice di autodisciplina di Borsa italiana, introducendo i cosiddetti Consiglieri indipendenti, nominando un dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili, adeguando il sistema di controllo, nominando un amministratore incaricato del sistema di controllo interno di gestione dei rischi, un *investor relator*. Per quanto riguarda la parte finanziaria e contabile, sarebbe necessario aggiornare i dati finanziari e contabili dalla semestrale del 2018 fino a quando si arriva alla quotazione con i documenti contabili. Per la Regione, la ripresa del processo di quotazione implicherebbe innanzitutto la revoca delle risoluzioni di giugno e luglio 2017, l'approvazione del processo di quotazione, l'approvazione della nuova *corporate governance*, la fissazione dell'intervallo di prezzo, l'indicazione del flottante (minimo 25%) e dell'ammontare di *green shoe*, cioè della parte residuale di azioni messe sul mercato per stabilizzare il prezzo durante la fase di vendita. In termini di tempistiche possibili, la prima data utile potrebbe essere novembre 2019, sebbene poco probabile in considerazione del dibattito ancora in corso, mentre una seconda possibilità potrebbe essere maggio 2020.

Con riferimento ai falsi miti sulla quotazione di CVA, il prof. Cantamessa ha chiarito che:

- la Regione non perderebbe il controllo sulle acque in quanto le acque sono e rimarrebbero della Regione stessa. La concessione per l'uso delle acque e la loro proprietà non vanno confuse;
- La Regione potrebbe decidere di effettuare una quotazione in pura vendita, come era stato ipotizzato a suo tempo, ma anche di fare una quotazione mista, dove una parte delle risorse rimarrebbero all'azienda, permettendole di affrontare un percorso di crescita ancora più ambizioso di quello che è stato immaginato.

Il Presidente di CVA ha indicato in sintesi le ragioni a sostegno della quotazione di CVA: motivi definiti difensivi, ovvero di esclusione dalla normativa sulle società pubbliche, e motivi proattivi, rivolti alla realizzazione di una crescita aziendale importante. A tale proposito, il prof. Cantamessa ha presentato i numeri principali del piano industriale di CVA, nella sua versione "base" e nell'ipotesi "sviluppo", su un orizzonte triennale 2019-2021.

Le alternative al processo di quotazione potrebbero essere:



- Ottenere l'approvazione di modifiche alla Legge Madia, ad esempio eliminando il limite temporale per l'emissione di un *bond* quotato.
- Valutare la possibilità di un intervento legislativo nell'ambito dell'autonomia regionale.

- Audizione del Presidente e del Direttore Generale di Finaosta del 15 gennaio 2019

In data 15 gennaio 2019 la Commissione ha audito il dott. Leonardi e il dott. Cilea, rispettivamente Presidente e Direttore Generale di Finaosta, azionista diretto di CVA.

Il dott. Leonardi, premettendo che il mercato elettrico è in continua evoluzione e si avvantaggia di nuove tecnologie innovative, dichiara che si deve, pertanto, essere sempre in grado di suggerire nuove offerte e proporsi alla clientela in modo variegato, al fine di riuscire a mantenere competitività. Sostiene che è quindi necessario proiettare il ragionamento su basi prospettive future almeno quinquennali e che si deve sfuggire a tutti quei vincoli che sono posti dalle norme specifiche statali e più specificatamente dal Testo Unico delle società partecipate.

Alla luce di quanto esposto, la quotazione in borsa di CVA viene ritenuta un passo importante e necessario ove gli azionisti vogliano concretizzare un percorso di crescita dell'azienda, fornendo ad essa regole chiare di governance o obiettivi di confronto con i propri concorrenti, maggiore visibilità e canale di finanziamento alternativi e più ampi. La quotazione implica una crescita ed una modifica di atteggiamento sia dell'azionista che del management aziendale, con l'acquisizione di una maggiore consapevolezza dei rispettivi ruoli delle nuove modalità operative e del dialogo con i mercati finanziari.

Con riferimento alla Legge Madia, il Presidente e il Direttore Generale di Finaosta ritengono che, con la quotazione, CVA si sottrarrebbe ai vincoli imposti dalla stessa, che sono di fatto incompatibili con il funzionamento di un'azienda che opera su un mercato aperto alla concorrenza, con conseguente sostanziale distruzione di valore per l'azionista. Il riferimento è al vincolo di scopo, al vincolo di attività, all'articolo 5 in tema di acquisizione di partecipazioni, che porrebbero dei limiti oggettivi alla conduzione della CVA.

In passato, quando si è cominciato a parlare dell'eolico è perché non c'era più possibilità dell'idrico. Quindi ci si doveva spostare fuori dalla Regione per poter cogliere delle opportunità che c'erano anche nel meridione, nel centro Italia, cose che sono state fatte e che oggi fanno parte del gruppo CVA. Una società, nel tempo, può anche cambiare le impostazioni in funzione del mercato nel quale si muove ed è necessario che anche la società si muova nella stessa direzione del mercato. Oggi il Gruppo CVA ha più di 500 dipendenti, i quali hanno le relative famiglie; vi è, pertanto, un indotto. Vi sono delle attività che rendono vantaggio alla Regione. Vero è che non è più quell'azienda che si era ipotizzata quasi come azienda di erogazione, ma è anche vero che se non si pensa all'utile, non si riesce neppure a concretizzare gli investimenti e a proiettare nel futuro la società.

Ad avviso di Finaosta, la quotazione implica una crescita ed una modifica di atteggiamento sia dell'azionista che del *management* aziendale, con l'acquisizione di una maggiore consapevolezza dei rispettivi ruoli, delle nuove modalità operative e del dialogo con i mercati finanziari. L'obiettivo della quotazione è di creare i presupposti per la crescita di valore dell'azienda e conseguentemente del valore in capo agli azionisti. La quotazione determinerebbe delle entrate di cassa derivanti dal

maxi dividendo ante quotazione, ove la situazione di liquidità e la leva finanziaria della società lo consentano.

I vertici di Finaosta suggeriscono anche la percentuale ideale di flottante, ovvero di azioni di CVA che dovrebbero essere oggetto di collocamento azionario, individuandola tra il 25 e il 30/35%, sottolineando comunque l'importanza di non cedere la maggioranza delle azioni per non perdere il controllo della società. La quotazione, inoltre, esprimendo un valore di mercato della società raffrontabile con i suoi *competitor* in sede di possibili accordi strategici, consentirebbe anche operazioni di acquisizione con scambio di carta quotata. L'importante, secondo il Presidente e il Direttore Generale di Finaosta, è che vi siano chiari meccanismi di controllo di CVA, quali il voto maggioritario in presenza di un possesso continuativo delle azioni, da applicarsi a specifiche tematiche deliberative. In questo modo, i meccanismi di controllo e la *governance* aziendale non potranno che essere definiti dall'azionista affinché rispondano alle proprie esigenze, fermo restando la necessità di rispettare le regole previste dalla Consob e dal mercato.

Quanto ai flussi finanziari per la Regione, secondo Finaosta la quotazione non comporta necessariamente una maggiore limitazione dei flussi finanziari a favore della Regione, ma una maggiore disciplina nella loro gestione: da un lato i proventi della quotazione anticipano ed attualizzano un flusso di dividendi a favore della Regione corrispondente alla quota capitale collocata; dall'altro, la futura distribuzione verrà sempre deliberata dalla Regione in quanto azionista di controllo, ma compatibilmente con le politiche di *pay out* adottate in Borsa dai *competitors*. La struttura finanziaria della società sarà importante anche in ottica della prossima scadenza delle concessioni nel 2029. La società si troverà nella posizione analoga ad altri operatori quotati, le cui concessioni sono già scadute o scadranno. La posizione della società, ad avviso di Finaosta, sarà quindi più difendibile rispetto a quella di una società controllata al cento per cento dalla Regione, che metterà essa stessa in gara le concessioni con il rischio di un potenziale ricorso per conflitto di interesse.

Per quanto attiene ai temi della trasparenza e del controllo, secondo i vertici di Finaosta l'adesione ad una *governance* di gruppo, definita dalla Consob e da Borsa Italiana, determinerà una maggiore trasparenza e regole in termini di nomine, profili professionali, remunerazione e diffusione delle informazioni societarie; in questo modo dovrà essere assicurata alla società una *governance* atta a garantire una condizione particolare per una società quotata, il che non significa che la Regione perderà il controllo avendo, comunque, la maggioranza del capitale. Secondo Finaosta, la quotazione non deve assolutamente determinare la perdita del controllo della società, bensì deve invece determinare un vantaggio per la Regione, considerando che CVA è un'azienda sana anche perché vi è un controllo da parte dell'Ente pubblico che trae beneficio in termini di occupazione, in termini di gestione, in termini di indotto, in termini di tutto ciò che in qualche modo la CVA può rendere.

Il *management* di Finaosta ribadisce che oggi CVA necessita di avere la possibilità e gli strumenti per espandersi nel mercato delle fonti di energia rinnovabile, forse più rivolto all'eolico, ma che in ogni caso ci sono delle opportunità notevoli sul territorio valdostano che chiedono alla società la possibilità di investire, tenuto conto che si parla di una società che ha dimostrato di avere delle disponibilità finanziarie utilizzabili. Finaosta sottolinea che CVA è una società che produce non solo

fatturato, ma produce profitto di cui, nel corso del tempo, ha beneficiato direttamente la Regione per investire nei vari settori a livello di bilancio.

Inoltre, eventuali accordi societari non possono prescindere dagli obiettivi della controparte che, in particolare in caso di soggetto quotato, sono presumibilmente di consolidare bilancisticamente la società mista, richiedendo quindi un radicale mutamento di pensiero od orientamento di una delle controparti e la predisposizione di complessi accordi di *governance* e/o patti parasociali, non sempre coerenti con gli obiettivi aziendali e di mercato. In altre parole, secondo Finaosta la strada della società mista può anche essere possibile, tuttavia, se il competitor è un operatore importante e forte, prima o poi, trascorso il periodo di validità dei patti parasociali, la Regione potrebbe trovarsi nella condizione di vedersi imposti i comportamenti o vedersi controbattere su fatti gestionali. Quindi l'auspicio sarebbe che il governo dell'attività di CVA o, comunque, la maggioranza del capitale sociale rimanessero ancora nelle mani dell'azionista.

#### - Audizione del Presidente della Commissione Paritetica del 22 gennaio 2019

In occasione della riunione del 22 gennaio 2019, il Prof. Roberto Louvin, in qualità di Presidente della Commissione Paritetica, ha riferito ai presenti quanto segue.

Louvin ha ricordato che la cosiddetta Legge Madia contiene una clausola di salvaguardia in base alla quale per le Regioni a Statuto Speciale la norma si applica compatibilmente con gli Statuti e le norme di attuazione. Nel caso della Valle d'Aosta, le norme di cui all'articolo 48bis dello Statuto (norme di attuazione) sono anche norme di armonizzazione, in quanto finalizzate ad adeguare la legislazione attuale alle condizioni mutate del contesto regionale.

Lo strumento della norma di attuazione potrebbe consentire alla Regione di riaprire i termini della Legge Madia e liberarla relativamente ad alcuni aspetti che attualmente risultano essere problematici per una gestione agile nel mercato di CVA. La riapertura dei termini di cui all'art. 23 della Legge Madia mediante una norma transitoria rientra nelle competenze della normazione di attuazione.

La norma di attuazione è sovraordinata alla normativa del Decreto Legislativo Madia: tutta la giurisprudenza costituzionale e la dottrina sono concordi nel ritenere le norme di attuazione una norma intermedia tra il livello costituzionale (e statutario) e il livello della legislazione ordinaria.

In caso di convergenza con il Governo, le tempistiche per l'adozione di una norma di attuazione potrebbero essere intorno ai sei mesi, mentre in caso contrario i tempi potrebbero prolungarsi fino a nove mesi, anche se purtroppo vi sono alcune eccezioni di iter ancora in corso dopo dieci anni.

Il prof. Louvin, avendo richiamato le norme che disciplinano la proprietà delle acque e le concessioni ad uso idroelettrico in Italia e in Valle d'Aosta, ha indicato che la possibilità di trattare in un'unica norma di attuazione sia la Legge Madia sia le concessioni idroelettriche dovrebbe limitarsi a regolare i profili che riguardano il settore idroelettrico. Solo in questo caso ci sarebbe unità di materia. Se intervenisse una norma più generale, che riguarda tutte le società controllate, si potrebbe invece eccepire che manca omogeneità all'interno del testo e la norma potrebbe essere espunta. In tale circostanza, secondo il professore, non è possibile prevedere fin da ora se nell'allargamento delle

maglie della Legge Madia potrebbero rientrare tutte le forme ipotetiche di organizzazione societaria e di attività di CVA.

Secondo Louvin, non vi è un cambiamento sostanziale nel fatto di essere proprietari totali oppure maggioritari della società controllata ai fini dei problemi che possono sorgere nel mettere a gara le concessioni. Quindi il ragionamento che dovrà fare la Regione è necessariamente più ampio di quello che si immagina, perché il soggetto che interviene in una gara deve avere sciolto totalmente determinati legami per poter concorrere a parità di mercato con chi indice la gara.

Infine, il professore ha confermato la piena disponibilità a svolgere una seconda audizione a valle del completamento delle nomine dei componenti della nuova Commissione Paritetica, per la quale è attesa a stretto giro la pubblicazione del decreto ministeriale di nomina.

- Audizione del Coordinatore del Dipartimento legislativo e del Coordinatore del Dipartimento programmazione, risorse idriche e territorio del 05 febbraio 2019

In occasione della riunione del 05 febbraio 2019, sono stati auditi la dottoressa Stefania Fanizzi e l'ingegner Raffaele Rocco, rispettivamente Coordinatore del Dipartimento legislativo e aiuti di stato e Coordinatore del Dipartimento programmazione, risorse idriche e territorio, che hanno esposto le considerazioni seguenti.

Alla luce delle modifiche in fase di approvazione introdotte al Decreto Semplificazioni, la dottoressa Fanizzi e l'ingegner Rocco si sono soffermati brevemente nel richiamare l'attenzione della Commissione sul tema del rinnovo delle concessioni e, in particolare, sull'urgenza di un allineamento della competenza legislativa della Regione Valle d'Aosta a quella delle altre Regioni. Rispetto alle modalità di affidamento delle concessioni, Fanizzi non ritiene facilmente ipotizzabili modalità alternative alle gare.

Rispetto alla Legge Madia, la dottoressa Fanizzi ha segnalato che l'assoggettamento di CVA discende dal fatto che essa è una società a controllo pubblico. In particolare, la dottoressa ha ricordato che il Testo Unico è stato introdotto specificatamente per assommare in una disciplina organica tutte le disposizioni che nel tempo sono state adottate rispetto alle società a controllo pubblico che non sono destinate ad operare in un regime di libero mercato. La Legge Madia giustifica, infatti, l'assoggettamento alle regole proprie del sistema pubblicistico le società destinate a rendere un servizio di interesse pubblico o comunque un servizio che ricade nell'ambito delle finalità istituzionali della Pubblica Amministrazione partecipante o controllante. È il Testo stesso, in base a questa logica di fondo, ad individuare le società che devono essere sottratte al suo ambito di applicazione ovvero le società quotate o quelle società che abbiano emesso entro una certa data strumenti finanziari quotati sul mercato regolamentato. Le società quotate operano, infatti, in un ambito e in un mercato che fanno sì che tali società debbano operare a parità di condizioni con gli operatori economici privati del settore, senza subire i condizionamenti che, invece, ha un'ordinaria società a controllo pubblico. Pertanto, lo strumento di sottrazione alle regole pubblicistiche del Testo Unico è già individuato dal Testo stesso ed è appunto la quotazione.

- Audizione dei rappresentanti di ARPA Valle d'Aosta del 22 febbraio 2019

In occasione della riunione del 22 febbraio 2019 sono stati auditi l'ingegner Giovanni Agnesod, Direttore Generale di ARPA Valle d'Aosta, con il suo collaboratore, ingegner Edoardo Cremonese, e il Coordinatore del Dipartimento ambiente della Regione Valle d'Aosta, ingegner Luca Franzoso.

L'ing. Franzoso ha introdotto la presentazione sui risultati di un progetto di studio in essere a livello transnazionale, dedicato all'elaborazione di scenari climatici locali con lo scopo di poter intraprendere azioni di adattamento ai cambiamenti climatici in corso. L'ing. Cremonese ha indicato che i dati mostrano la tendenza ad uno spostamento temporale delle piogge nel corso dell'anno (maggiore concentrazione invernale) e una riduzione delle precipitazioni di tipo nevoso, a fronte di un complessivo mantenimento della quantità di precipitazioni annue. In prospettiva, l'aumento della temperatura media determinerà il progressivo scioglimento dei ghiacciai al di sotto dei 3.000 metri di quota. L'impatto sulla produzione idroelettrica di tali fenomeni, tuttavia, sarà ridotto laddove siano presenti dei bacini, che potranno continuare ad utilizzare le acque piovane e che, già oggi, sono alimentati in minima parte dai ghiacciai. Gli impianti maggiormente coinvolti saranno quelli di piccole dimensioni, fluenti o con invasi molto piccoli, che in Valle d'Aosta rappresentano meno del 10 per cento della capacità installata. Non è dunque previsto un impatto significativo sulla produzione idroelettrica di CVA.

L'ing. Agnesod ha ricordato che da oltre un decennio è attiva una proficua collaborazione con CVA e con il Centro Funzionale della Regione sul monitoraggio delle risorse idriche. Su tale aspetto l'ing. Agnesod ha sottolineato l'importanza della convenzione stipulata con CVA, precisando che, in relazione all'assetto societario dell'azienda, l'ARPA non ritiene di avere elementi per esprimere un giudizio in merito.

- Audizioni del Prof. Maurizio Dallochio, del Prof. Nicola Aicardi e del Prof. Matteo di Castelnuovo del 18 marzo 2019

*Prof. Dallochio*

In occasione della riunione mattutina del 18 marzo 2019 della Commissione, si è proceduto ad audire il prof. Maurizio Dallochio, professore ordinario di Finanza Aziendale presso l'Università Bocconi, studioso di tematiche legate al funzionamento dei mercati ed alla quotazione in Borsa, nonché di tutte le operazioni prodromiche all'accesso al mercato regolamentato. Il prof. Dallochio vanta un'esperienza pluriennale anche presso società pubbliche, con particolare riferimento alle *utility* e al settore energetico (A2A, Acea, Edison).

Il prof. Dallochio ha fornito ai presenti una breve illustrazione sul significato di quotazione in Borsa, sul ruolo svolto da Borsa Italiana e dalle funzioni di monitoraggio che essa opera. In particolare, sono stati descritti i vari mercati nei quali si articola la Borsa Italiana, in termini dimensionali e di caratteristiche delle aziende che sono quotate in ciascuno di essi, e sono stati indicati quelli che potrebbero essere più confacenti per CVA, ovvero il Mercato Telematico Azionario ("MTA") di Borsa Italiana e il relativo segmento STAR. Il professore ha richiamato brevemente anche la distinzione tra

operazione privata, cosiddetta *private equity* effettuata con un operatore industriale, e operazione pubblica, con accesso al mercato ovvero al pubblico. Sul punto, il prof. Dallochio ha evidenziato che solo le aziende qualificate e gestite in modo trasparente riescono ad accedere al mercato di Borsa, dove l'orizzonte temporale è di lungo periodo, mentre nelle operazioni di tipo privato queste caratteristiche non sono necessariamente dovute. La motivazione che porta alla quotazione è solitamente il finanziamento della crescita aziendale: non ha senso quotarsi semplicemente per immettere sul mercato azioni, ma per generare le condizioni per poter crescere, sia internamente, aumentando gli investimenti, sia esternamente, facendo acquisizione, come si riscontra dai dati storici delle società quotate che hanno la possibilità di avere accesso a più fonti di finanziamento. Il professore ha ricordato che una società quotata è riconosciuta a livello internazionale come particolarmente qualificata e attrae risorse qualificate, in un mercato che è sempre più competitivo. Le società quotate possono disporre di una modalità di pagamento liquida costituita dalle azioni stesse della società, che possono essere utilizzate per perfezionare operazioni di acquisizione. Ad avviso di Dallochio, una società quotata è una società estremamente trasparente, in quanto deve prestare tre livelli di attenzione: comunicazione chiara rispetto al proprio piano industriale e agli obiettivi di crescita, che è fondamentale per far vedere agli investitori in che direzione vuole andare la società negli anni a venire; comunicazione trasparente degli eventi cosiddetti *price sensitive*; attenzione rispetto al tema delle persone rilevanti ovvero di coloro che hanno un'influenza rilevante sulla condotta e *performance* della società e che si esplica in una *corporate governance* definita e coerente con il codice di autodisciplina di Borsa Italiana. Dallochio ha poi fornito una indicazione dei costi di quotazione, in particolare evidenziando che la provvigione da riconoscere al consorzio di collocamento va dal 2% al 4% del valore collocato e sottolineando come sia normale che CVA abbia già sostenuto dei costi per prepararsi alla quotazione i quali, a suo avviso, non sarebbero perduti laddove la Regione dovesse decidere di procedere con il percorso di quotazione.

Il prof. Dallochio ha illustrato che, in caso di quotazione, sussistono due modalità principali di collocamento: l'offerta pubblica di sottoscrizione ("OPS") e l'offerta pubblica di vendita ("OPV"). Nel primo caso si verifica un aumento di capitale della società che si va a quotare e il mercato sottoscrive l'aumento di capitale: in questo caso, il denaro versato dagli investitori resta nella disponibilità della società, la quale lo utilizzerà in larga parte per effettuare investimenti; con l'offerta pubblica di vendita, invece, si collocano sul mercato delle azioni che sono già nel portafoglio dell'azionista di riferimento (Finaosta nel caso di CVA). Il professore ha riferito che il mercato non ama una mera OPV, ma predilige le OPS o, al limite, operazioni miste, in parte OPV in parte OPS. Sul punto, Dallochio ritiene che sia prioritario che la Regione decida quanto denaro sarà assoggettato a investimento da parte della società (aumento di capitale) e quanto dovrà rimanere nelle casse di Finaosta. L'offerta pubblica di sottoscrizione o l'offerta pubblica di vendita possono essere destinate ad investitori istituzionali e/o ad investitori *retail*, dove l'investitore *retail* è normalmente un'integrazione che avviene a latere del processo di allocazione fondamentale, che è quello che coinvolge gli investitori istituzionali (banche, fondi pensione, compagnie di assicurazione). Inoltre, il professore ha evidenziato la necessità che la Regione fissi chiaramente, fin da subito, le caratteristiche dell'operazione di quotazione che si vuole effettuare, individuando la percentuale di flottante, che per il segmento Star non potrà essere inferiore al 35% (o al 25% nel MTA, salvo poi la possibilità di riacquisto di una quota delle azioni successivamente al collocamento). Il prof. Dallochio spiega il funzionamento delle "Offerte pubbliche di acquisto", distinguendo tra quelle c.d. "concordate" e quelle c.d. "ostili"; ha riferito, inoltre, che il socio di maggioranza potrebbe poi

sempre ricomparsi le azioni vendute (“*delisting*”). Esiste la possibilità di collocamento di azioni privilegiate (destinate ad esempio ad una specifica tipologia di soggetti come potrebbero essere i residenti in Valle d’Aosta) ma, secondo il professore, queste non dovrebbero superare l’1% del totale delle azioni collocate.

E’ opinione del prof. Dallochio che la decisione di quotazione abbia tre valenze importanti: una prima di carattere filosofico, in relazione alla quale vi deve essere consapevolezza che quotare una società vuol dire renderla trasparente, rigorosa, aperta alla *governance* e aperta al confronto internazionale, cosa che una società non quotata non deve evidentemente avere; una valenza di carattere economico-finanziario, ovvero la società deve essere valida sotto il profilo dei risultati economici, della situazione patrimoniale e della capacità di generare flussi di cassa, qualità che sono tutte assolute da CVA ad avviso del professore; una terza valenza riguarda le persone, in quanto le società quotate valgono e sono apprezzate in funzione della tipologia di *management* che riescono a esprimere e, con riferimento a CVA, il professore ritiene che anche a livello manageriale le qualificazioni siano tali da rendere bene accetta la società sul mercato. Partendo dal dato dei cospicui dividendi distribuiti da CVA negli ultimi anni, il prof. Dallochio ha posto in evidenza come, se da un lato la distribuzione di dividendi sia vista con favore dal mercato entro termini contenuti, dall’altro i dividendi rappresentano anche risorse che vengono tolte alla potenzialità di sviluppo, agli investimenti segnatamente. Sempre ad avviso del professore la Regione, al fine di decidere se intraprendere il percorso di quotazione, dovrebbe decidere se è disponibile a rinunciare a una parte del governo della società in virtù dell’ingresso di amministratori indipendenti e definire attentamente una politica di dividendi che tenga conto sia delle esigenze di distribuzione agli azionisti sia delle necessità di sviluppo e investimenti della società.

Qualora CVA dovesse mantenere l’attuale condizione di società a totale partecipazione pubblica, Dallochio ritiene che una società assoggettata a limiti per effetto di qualsiasi dispositivo di legge è una società che, a parità di altre condizioni, vale meno di una società che non è soggetta a questi vincoli: pertanto in caso di non quotazione dovrebbe essere chiaro alla Regione che si accetterebbe un valore inferiore della società. Inoltre, il professore ritiene che in caso di CVA interamente pubblica, l’azionista dovrebbe comunque definire alcune questioni, ovvero: definire la politica degli investimenti; fissare delle regole che determinino con chiarezza quali siano i poteri degli amministratori, anche in relazione alle strategie della società per il futuro; 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.

Secondo Dallochio, i dati storici mostrano un effetto positivo sul valore delle società che vengono quotate. Nonostante il fatto che il momento storico di mercato non sia particolarmente favorevole per effetto di fattori macro economici non specifici delle singole società, ad avviso del professore se il Consiglio regionale dovesse decidere per la quotazione è consigliabile prepararsi per poter attivare il meccanismo in un tempo il più breve possibile, in quanto, tenuto conto dei mesi ragionevolmente necessari per portare a compimento la preparazione alla quotazione, la situazione del mercato può mutare. Il professore ritiene inoltre che, laddove si decidesse di far proseguire alla società il processo di quotazione, una serie di costi di preparazione già sostenuti da CVA non dovrebbero essere nuovamente sostenuti.

Anche da un punto di vista di carattere ambientale, il prof. Dallochio ha evidenziato come le società quotate – e, in particolar modo, le *utilities* – possiedano indici molto elevati di rispetto ambientale, di rispetto delle condizioni di socialità e di rispetto delle condizioni di governo delle imprese. Inoltre, l'analisi del mercato evidenzia come le società che si comportano con orizzonte di breve periodo – e che quindi tendono a fare investimenti che danno redditività immediata – sono quelle che hanno, nel lungo periodo, la peggiore *performance*, a differenza delle società che invece tendono a fare investimenti che producono redditività di lungo periodo. Questo perché si assiste ad una sempre crescente correlazione fra il comportamento tenuto dalle società sulle variabili ambientali e sociali e le prestazioni di borsa.

Soffermandosi sulle proposte di *partnership* ricevute da Iren e Swisspower, il prof. Dallochio sostiene che tali operazioni potrebbero essere convenienti solo laddove la Regione voglia fare cassa; diversamente, una società quotata ha un orizzonte di crescita per cui, se è vero che il prezzo di collocamento potrebbe essere inferiore al valore di cessione ad un privato, è altrettanto vero che nel lungo periodo l'aspettativa è che il valore delle azioni detenute cresca e superi il valore di cessione al privato. Inoltre, il professore sottolinea che un potente interlocutore privato non si accontenta dei flussi di cassa di CVA, ma certamente intende poter esercitare un potere di indirizzo strategico, senza il quale non porterebbe a termine l'operazione di acquisizione.

#### *Prof. Aicardi*

In occasione della sessione pomeridiana della riunione del 18 marzo 2019 della Commissione, il prof. Aicardi, ordinario di Diritto Amministrativo all'Università degli Studi di Bologna e studioso del tema della partecipazione degli enti pubblici a società di capitali, nonché della materia delle concessioni idroelettriche e, in più in generale, di *utilities* ed energia dal punto di vista legale, ha riferito alla Commissione quanto segue.

Il professore ha fornito ai presenti un quadro generale sul D.lgs. 175/2016, cosiddetta Legge Madia, che ha introdotto il Testo Unico delle Società Partecipate Pubbliche. Il decreto legislativo sopracitato è stato elaborato prendendo in considerazione due oggetti: disciplinare le modalità, le forme e i limiti con cui gli enti pubblici possono acquisire e detenere partecipazioni; creare per le società a controllo pubblico (in misura minore per quelle a mera partecipazione pubblica) una disciplina speciale derogatoria rispetto al Diritto Societario comune. Secondo la *ratio* della norma, laddove ci sia un mercato concorrenziale le partecipate non dovrebbero esistere o comunque dovrebbero essere del tutto adeguate alle società private per poter competere ad armi pari con le società private sul mercato. Laddove il Legislatore consente agli enti pubblici di continuare a detenere delle partecipazioni in società che operano sul mercato in concorrenza con altri operatori economici, esse devono essere poste sullo stesso piano rispetto agli operatori privati, per poter competere ad armi uguali. 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. In generale, comunque, la norma non impedisce all'ente pubblico di continuare a mantenere delle partecipazioni in società di mercato, che operano come normali operatori di mercato seguendo il diritto societario, ma richiede che ciò avvenga attraverso la quotazione in Borsa: la quotazione è infatti la via maestra indicata dal Legislatore nazionale per far sì che gli enti pubblici possano continuare a detenere quote di partecipazione in



società di mercato che possono effettivamente comportarsi come delle società di mercato. La società quotata non è interessata dal limite di scopo e dal limite di attività, né dagli oneri di motivazione analitica della scelta di acquisire o mantenere partecipazioni. Le disposizioni della Legge Madia si applicano infatti alle società quotate solo laddove espressamente previsto dalla norma stessa. Il riferimento è, inoltre, all'intero gruppo societario ovvero alla società quotata, che normalmente è la capogruppo, e tutte le sue controllate, che entrano nel perimetro di consolidamento del bilancio di gruppo.

Il prof. Aicardi precisa, inoltre, che le società quotate sono sottoposte alla vigilanza di un'apposita autorità di settore, la CONSOB, che pone una serie di obblighi informativi, di trasparenza forse anche maggiori di quelli che sono posti a carico delle società a partecipazione pubblica: quindi quotazione significa forse trasparenza rafforzata, elevata e comunque in piena condizione di parità rispetto agli operatori privati che operano sul medesimo mercato. Inoltre, nel settore dell'energia - e, ingenerale, nei settori strategici - c'è una norma di legge che consente allo statuto sociale di porre dei limiti massimi al possesso azionario da parte di soci diversi dal socio pubblico. Questa norma potrebbe essere utilizzata anche per CVA, insieme alla possibilità di dedicare una parte delle azioni a beneficio dei Valdostani, in modo da farla sentire una società di tutti, una società della collettività.

Il prof. Aicardi ritiene che la quotazione in Borsa sia 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 tutti i *competitor* di CVA, la maggior parte dei quali sono a partecipazione pubblica - 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, ad avviso del professore, non si sono pentiti di averlo fatto, trattandosi comunque di società che sono ancora saldamente sotto controllo pubblico. La quotazione consente loro di operare con quella flessibilità che è necessaria per essere un operatore di mercato. A titolo esemplificativo, il professore sostiene che se Enel, ogni volta che fa un investimento acquisendo una partecipazione, anche all'estero, dovesse chiedere l'autorizzazione al Governo italiano, si troverebbe in una situazione complicata, anche perché queste trattative il più delle volte si debbono svolgere da un lato in maniera molto riservata, in quanto, per poter trattare con gli altri operatori, gli altri operatori impongono normalmente delle clausole di riservatezza durante le trattative contrattuali. Quindi da un lato c'è un principio di riservatezza; da un lato c'è, invece, un'esigenza di snellezza e di celerità perché, ad avviso del prof. Aicardi, gli affari poi sfumano se bisogna aspettare le autorizzazioni amministrative.

In pratica, è parere del Prof. Aicardi che 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.

In relazione alla possibilità di creazione di una norma di attuazione sulla materia, il professor Aicardi ritiene che si tratti di una strada difficilmente percorribile, in ragione dell'oggetto e, a maggior ragione, alla luce della pronuncia recente della Corte Costituzionale sulla Legge Madia, la quale ha proprio specificato la distinzione tra la competenza delle Regioni, che ha rilievo per le società strumentali, ma non negli altri casi in cui valgono, invece, le regole di Diritto Privato, le regole della concorrenza e quindi la potestà legislativa esclusiva dello Stato. Se la norma di attuazione volesse dare una disciplina diversa, particolare, adatta all'autonomia regionale delle società strumentali, delle società *in house*, non si profilerebbero criticità, ma nel momento in cui volesse dare una

disciplina particolare di una società di mercato, il professore ritiene che sussisterebbe un problema di oggetto. Anche una recente pronuncia della Corte costituzionale sulla Legge Madia ha sancito che la competenza delle Regioni viene in rilievo solo per le società strumentali ma non negli altri casi in cui valgono, pacificamente, le regole del diritto privato e le regole della concorrenza perché, in tale caso, la potestà legislativa è in capo esclusivamente allo Stato.

A riguardo, secondo Aicardi non si prospetta come attuabile mediante una norma di attuazione neppure la previsione di prorogare il termine dell'emissione del BOND in periodo successivo a quanto previsto dalla Madia, in quanto nuovamente si tratterebbe di un oggetto eterogeneo rispetto al tema principale delle norme di attuazione che è quello di attuazione degli statuti. Peraltro, sul punto, il professore ha precisato che quanto indicato nel Testo Unico sul prestito obbligazionario non è stato ideato per favorire chi in qualche modo sapeva già che sarebbe stata approvata la Legge Madia, ma con finalità di salvaguardia di situazioni preesistenti, a tutela del legittimo affidamento. La volontà del Legislatore appare proprio quella di porre fine allo strumento del bond quotato, ritenendolo non più sufficiente e che, da adesso in poi, lo strumento è solo la quotazione.

In sintesi, secondo Aicardi, il legislatore non ha impedito all'ente pubblico di avere delle società di mercato, ma chiede che tale finalità sia attuata tramite lo strumento della quotazione in Borsa: per cui la norma delinea una procedura che la Regione non ha titolo per modificare perché la materia è di competenza legislativa esclusiva dello Stato e non esiste il presupposto, la necessità di adattare questa normativa al contesto regionale.

Di diversa natura, sarebbe invece l'utilizzo di una norma di attuazione in materia di concessioni, dove non sussisterebbe alcuna criticità di oggetto. Sul punto, Aicardi sostiene che una norma di attuazione potrebbe essere utile anche per vincolare maggiormente il concessionario a farsi carico delle opere asciutte che, ai sensi dell'attuale norma emendata con il Decreto Semplificazioni, ove non selezionate dal concessionario subentrante sarebbero comunque un peso importante per un territorio che non può permettersi un utilizzo poco efficiente del suolo: lasciare allo sbando queste opere asciutte e consentire al nuovo concessionario di costruirle *ex novo* sarebbe, ad avviso del professore, una cosa che, con una norma di attuazione, potrebbe essere impedita. Sempre in tema di concessioni, il prof. Aicardi riferisce che CVA è solo una società che ha la concessione delle acque, però la politica delle acque la fa la Regione, come Amministrazione concedente. Quindi, anche lo stesso articolo 12 del Decreto Bersani prevede che, 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 la concessione rappresenta lo strumento con cui la Regione può condizionare l'esercizio dell'impresa da parte del concessionario rispetto ad una serie di finalità di interesse generale che toccano anche altre politiche, quali la tutela dell'ambiente, il turismo e quant'altro.

Sulla possibilità di poter affidare le concessioni direttamente a CVA - o a una società interamente pubblica - dopo la scadenza, il Prof. Aicardi ha manifestato i propri dubbi, ritenendo esserci profondi

ostacoli anche provenienti dall'Unione europea; inoltre tale possibilità non è stata recepita nella nuova formulazione dell'art. 12 del Decreto Bersani, come recentemente riformulato dalla legge di conversione del DL Semplificazioni.

Rispetto all'ipotesi prospettata di creazione di una società *in house* per la vendita di energia elettrica a condizioni agevolate all'ente pubblico e alle sue partecipate, il professore ritiene che non si tratti di una situazione percorribile. La società *in house* è uno strumento alternativo ad una gara d'appalto, il cui contratto viene affidato in via diretta ad una società totalmente controllata, soggetta ai requisiti che ne conseguono. Nel caso di CVA, non vi è né appalto, né concessione di lavori o servizi, ma solo la concessione di un bene pubblico per fare, non qualcosa di interesse della Regione, ma per svolgere una libera attività industriale. Pertanto, 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 normale attività industriale, con l'*in house* c'entra poco.

Rispondendo alle domande poste dalla Commissione, il professor Aicardi ha rilevato che CVA, in quanto società operante sul mercato concorrenziale, ha legittimamente la possibilità di fare offerte relative alla vendita di energia elettrica vantaggiose tarate sul mercato locale. Va tuttavia ricordato che la libertà imprenditoriale è limitata dalle norme volte a contrastare le pratiche anticoncorrenziali: pertanto un'offerta per i valdostani non dovrebbe essere fatta sottocosto, in quanto si configurerebbe come una pratica di *dumping*. Diverso il caso in cui la Regione, incassati i dividendi, decidesse di destinare un capitolo di bilancio per forme di sussidio alla popolazione locale per l'acquisto di energia elettrica: se priva di carattere selettivo ed estesa pariteticamente a tutti non costituisce aiuto di Stato.

#### *Prof. Di Castelnuovo*

Sempre in occasione della sessione pomeridiana della riunione del 18 marzo 2019, il prof. Matteo Di Castelnuovo, direttore del Master in energia e ambiente all'Università Bocconi, dove svolge anche il ruolo di docente ordinario di Micro economia e di Economia dell'energia, ha riferito quanto segue.

Il professor Di Castelnuovo ha fornito alla Commissione un quadro generale sulla situazione del mercato energetico a livello nazionale ed internazionale, fornendo anche spunti sui principali *driver* di trasformazione che sono emersi dagli studi effettuati in materia. In particolare, i modelli di analisi identificano sei forze del cambiamento, che tutti gli operatori di mercato dovranno affrontare: decarbonizzazione, decentralizzazione della produzione, digitalizzazione, elettrificazione, consolidamento degli operatori e attivazione del consumatore. Il contesto si presenta estremamente complesso e non emerge un modello vincente, tuttavia il professore ritiene che il ruolo pubblico sia importante per guidare realtà come quella di CVA, senza per questo precludere la possibilità di quotare una parte del capitale quando le condizioni lo consentono: la cosa che ritiene positiva è che comunque il controllo della società rimanga pubblico. Infine, In un contesto generale di volatilità dei prezzi, un soggetto esposto sul mercato deve avere una flessibilità in termini di *mix* tecnologici e di modelli di *business* per sopravvivere e quindi, Di Castelnuovo, vede in modo sfavorevole ciò che dovesse fermare questa ricerca della dinamicità.

- Audizioni del Dott. Flavio Ruffini e del Comitato "Giù le mani dalle acque e da CVA" del 22 marzo 2019

*Dott. Flavio Ruffini*

In occasione della riunione del 22 marzo 2019, la Commissione ha proceduto all'audizione del Dott. Flavio Ruffini, in qualità di Direttore dell'Agenzia provinciale per l'ambiente e la tutela delle acque della Provincia di Bolzano, il quale ha riferito ai presenti quanto segue.

Ha espresso alcune considerazioni in merito al Piano Clima Energia 2050 che fa parte di un concetto di sviluppo sostenibile dell'Alto Adige, concepito non solo come strumento tecnico ma soprattutto come guide line per un cambiamento culturale del territorio, un'apertura verso l'innovazione e l'interazione tra sviluppo economico ed esigenze di cambiamento climatico. Non si tratta di un prodotto finale ma - ha riferito - si aggiorna ogni cinque anni. Le misure previste sono suddivise in assi di azione messe in vampo per raggiungere i seguenti obiettivi: l'approvvigionamento, la gestione energetica intelligente, l'uso intelligente e razionale dell'energia, l'efficienza nell'edilizia, l'uso di energia rinnovabile, le misure di prevenzione generale nella tutela del clima, l'innovazione e la ricerca.

Relativamente alle fonti rinnovabili, partendo dal 56% di energia rinnovabili sul fabbisogno totale della Provincia, ha fatto presente che si è arrivati a quasi il 70%.

Nel 2008, quando è partito questo piano, ha dichiarato che l'energia proveniva per il 99% dall'idroelettrico, per lo 0,9% dalla biomassa e per lo 0,3% dal fotovoltaico, attualmente si è arrivati al 3% per il fotovoltaico e al 3,5% per la biomassa. Gli impianti fotovoltaici rappresentano la vera prospettiva di crescita, anche se ci sono alcuni problemi normativi da risolvere mentre, gli impianti di biogas, non sono particolarmente adeguati perché c'è una situazione agricola un po' particolare.

Relativamente al consumo di energia termica, ha informato la Commissione che il metano si è un po' ridotto, le fonti rinnovabili sono aumentate e anche il gasolio si è notevolmente ridotto e si è raggiunto, per quanto riguarda la biomassa e il teleriscaldamento, un limite che non si può oltrepassare per non mettere a rischio la selvicoltura sostenibile. Ha fatto presente che le grandi centrali vengono realizzate soprattutto per questioni di provenienza della biomassa perché è necessario importarla da lontano.

Ha sottolineato la necessità di puntare sulle microreti con piccoli impianti e ha comunicato che per il solare è previsto ancora un certo margine di sviluppo, mentre gli impianti a gasolio vengono previsti solo in casi eccezionali.

Relativamente all'idroelettrico, ha affermato che si è arrivati a sfruttare quasi il cento per cento del potenziale. C'è solo qualche torrente che ha ancora la possibilità di avere l'impianto grande. Esiste un'articolazione in concessione per le medie e piccole derivazioni (concessione fino a 3 megawatt), mentre per quelle superiori deve essere ancora emanata la nuova legge. Nei parchi nazionali di norma non sono presenti grandi centrali e né centrali medie (mentre sono presenti delle centrali piccole per l'autoapprovvigionamento delle malghe.). Esiste poi un notevole potenziale nel Parco Nazionale dello Stelvio, vista la grande quantità d'acqua presente, solo che non è sfruttabile in modo ecosostenibile.

Si è soffermato sul concetto di consumo energetico procapite continuo precisando che una misura prevista a tale proposito è rappresentata dall'agenzia Casa Clima per le certificazioni energetiche degli edifici.

Ha riferito che, in tema di inquinamento luminoso, è stata prevista la realizzazione di impianti di illuminazione a led in alcuni Comuni periferici.

Relativamente al tema dei trasporti - premesso che le scelte dipendono dalle caratteristiche del territorio, dal modello economico ed insediativo che si è sviluppato - ha affermato che, essendo la Provincia di Bolzano, un territorio di transito, ci sono due livelli di problematiche, uno, derivante dal traffico di transito, l'altro, legato all'urbanistica. Ha informato i Commissari che si sta cercando di creare una mobilità sostenibile puntando sul trasporto pubblico: è stata infatti introdotta una tessera, che permette di passare dall'autobus alla rotaia e dalla rotaia alla funivia, e che è stata messa a disposizione anche dei turisti. Ha aggiunto che si sta procedendo al rinnovamento del parco degli autobus; alcune linee funzionano già ad idrogeno ed è in fase di realizzazione uno studio sui bus solamente elettrici o a biometano.

Ha comunicato, infine, che il gruppo l'Alperia (54% di proprietà della Provincia, 42% dei Comuni Merano e Bolzano e il restante di altri Comuni) è interamente pubblico.

#### *Comitato "Giù le mani dalle acque e da CVA"*

Nella stessa giornata, la Commissione ha proceduto all'audizione del *Comitato "Giù le mani dalle acque e da CVA"*.

Il Comitato ha dichiarato che, trattandosi di una decisione politica, il criterio che deve guidarla non deve essere esclusivamente economico e squisitamente tecnico, ma deve essere oggettivo e deve riguardare sia l'economia sia l'attività di CVA, quindi un criterio di carattere generale. E' stato precisato che bisogna uscire dall'economia di mercato e dalla valorizzazione della risorsa acqua e dell'energia perché l'economia, da disciplina particolare, è diventata la disciplina della totalità del mondo e, quando si parla di includere l'ecologia nell'economia, si è già vittima di un capovolgimento. Il compito centrale della riflessione dovrebbe essere - secondo il Comitato - quello di ristabilire l'esatta gerarchia delle conoscenze a cui vanno assoggettate le decisioni. E' necessario, quindi, avere una visione generale e integrarla.

Premesso che la questione della quotazione è stata raccontata in tre modi diversi a seconda dei periodi, ha comunicato che la questione dell'emergenza di CVA è dovuta all'ingerenza della politica negli affari della compagnia, con prelievi continui e ingenti di denaro.

Il Comitato ha poi esplicitato che la quotazione in Borsa di CVA aprirebbe le porte alla scalata della società e che la stessa deve essere lasciata in pace, deve lavorare perché è capace a farlo e lo fa benissimo. Deve essere messa nelle condizioni di poter lavorare in pace. Tutte le altre questioni (concessioni, legge Madia 4.5, trasparenza, eccetera) si possono superare per via ordinaria, basta occupandosene.

Ha dichiarato, infine, che, una volta che il Consiglio regionale avrà deliberato sulla questione, su quell'atto deliberativo verrà richiesto lo svolgimento di un referendum consultivo.

### - Valutazione degli scenari prospettati

Come indicato in premessa, la Commissione è incaricata della valutazione in merito alla prosecuzione o all'interruzione del processo di quotazione, verificando anche eventuali differenti opportunità, al fine di individuare le soluzioni più idonee a ristabilire un'adeguata operatività della società o, diversamente, a suggerire il mantenimento dello *status* attuale benché penalizzato in termini di sviluppo.

Sul punto, la Commissione prende atto che le limitazioni di crescita e di sviluppo di CVA, esposte in più occasioni dal *management* aziendale, sono in effetti state confermate dagli esperti che hanno partecipato alle audizioni, i quali – analogamente a quanto fece il Prof. Florenzano – hanno anch'essi consigliato alla Commissione di assumere le iniziative necessarie alla loro rimozione, al fine di consentire a CVA di operare liberamente e senza vincoli sul mercato.

Conseguentemente, a valle delle audizioni sopra indicate e dopo i necessari approfondimenti e confronti, sono emersi i possibili seguenti scenari, in relazione a ciascuno dei quali la Commissione ha valutato i punti di forza e le criticità.

- **Quotazione di una parte delle azioni su un mercato regolamentato di Borsa Italiana**

La quotazione in borsa di una parte del capitale sociale di CVA avrebbe, come primo e sostanziale effetto, quello di sottrarre la società dall'applicazione della Legge Madia e di permettere alla società di conseguire un obiettivo di crescita, di sviluppo e di flessibilità, entro un termine ragionevolmente certo di 6 – 9 mesi e con modalità governate direttamente dalla società *in primis* e dall'azionista.

Come più volte ribadito dal *management* di CVA e confermato dagli esperti auditi, CVA, operando in un mercato esposto alla concorrenza, si trova a competere con importanti società private e/o quotate ma a differenza di queste ultime è fortemente penalizzata dalla Legge Madia. Tale normativa ne rallenta e ne condiziona notevolmente l'operatività e lo sviluppo industriale, pregiudicandone la competitività rispetto agli altri operatori, soprattutto per quanto riguarda la crescita nel settore delle rinnovabili. Al momento difatti risultano molto difficoltose tutte quelle attività insite nella crescita stessa quali le acquisizioni di nuovi impianti di produzione di energia elettrica rinnovabile, e l'ingresso in nuovi mercati strategici quali quello dell'efficienza energetica e delle "*energy service company*". A tal proposito, la Commissione fa presente che la stessa società, con comunicazione inviata alla Regione e a Finaosta in data 14 marzo 2019, pur nella consapevolezza che nulla può essere recriminato all'Amministrazione Regionale, la quale suo malgrado si trova ad essere coinvolta in processi decisionali tipicamente di natura industriale pur non possedendone i connotati, ha alleato una tabella riportante le potenziali principali opportunità di sviluppo valutate da CVA nel corso del 2018 e dei primi due mesi del 2019, alle quali la società non ha potuto dare seguito, tra l'altro, in quanto i tempi richiesti per l'autorizzazione da parte dell'Ente Pubblico di operazioni di tale natura sono incompatibili con quelli del mercato di riferimento. Dal canto suo, emerge che la stessa Amministrazione Regionale ha informato CVA, tra l'altro, che le scadenze poste da CVA per l'ottenimento delle autorizzazioni ai sensi della Legge Madia "*non sono compatibili con*

*i tempi amministrativi necessari all'eventuale predisposizione degli atti e alla loro approvazione da parte degli organi regionali competenti".*

La Commissione sottolinea che ad avviso degli esperti, oggi CVA possiede tutte le caratteristiche per portare positivamente a termine una quotazione, sia per il cospicuo lavoro già svolto in seguito all'approvazione della legge regionale 14 novembre 2016, n. 20, sia perché risulta che la qualificazione manageriale sia ben accettata dal mercato.

La quotazione potrebbe quindi rappresentare un volano importante allo sviluppo futuro della società, in un contesto di mercato di libera concorrenza estremamente competitivo che vedrà presto significativi cambiamenti strutturali e tecnologici e dove sono richiesti processi decisionali rapidi per cavalcare e non subire i profondi cambiamenti in atto.

In questo contesto, deve essere preservato il livello di competitività aziendale così come la massimizzazione del valore per il territorio, per l'azionista e per la Regione, che si troverebbe nella condizione di mantenere anche in futuro il controllo sull'azienda in quanto il flottante che verrebbe quotato non sarebbe tale da consentire ad eventuali nuovi investitori di divenire proprietari della maggioranza delle quote societarie. Per CVA è necessario poter operare sul mercato a parità di condizioni rispetto ai concorrenti privati e ai grandi operatori pubblici quotati, i quali sono caratterizzati da processi decisionali particolarmente snelli e veloci e dalla non-soggezione a leggi nazionali volte a limitare l'operatività delle società a partecipazione pubblica. Un'efficienza operativa che lo *status* di società quotata consentirebbe di seguire e apprezzare grazie agli elevati livelli di trasparenza e informativa societaria, richiesti dall'autorità di vigilanza, e al costante presidio del mercato. Tale snellezza è da vedersi come particolarmente importante sia guardando al corrente *business* principale (la produzione e la vendita di energia elettrica), sia alle nuove attività (es. in ambito ESCO), sulle quali si stanno muovendo tutti i concorrenti di CVA, che potrebbero avere importanti ricadute sul territorio valdostano (una "regione *green*"), ma che si pongono al di fuori dei limiti del perimetro consentito alle imprese in controllo pubblico dalla normativa vigente.

Inoltre, anche in termini di nuove assunzioni, la crescita dell'azienda consentirebbe anche un parallelo incremento delle assunzioni, con potenziali ulteriori importanti benefici per le famiglie valdostane.

La Commissione rileva che gli esperti abbiano rimarcato come la quotazione in un mercato regolamentato sia idonea a rendere la società quotata estremamente trasparente, proprio in quanto soggetta a norme severe e al controllo di Consob e di Borsa Italiana, e rigorosa ed efficiente, perché l'attuazione del piano industriale rappresenta un elemento fondamentale per poter "stare sul mercato". Infatti, è stato sottolineato che il mercato tende a escludere e a svalutare quelle società che hanno lacune in termini di trasparenza e che non attuano i propri piani industriali, ovvero che non riescono a raggiungere gli obiettivi prefissi. La quotazione, inoltre, renderebbe la società aperta alla *governance* e aperta al confronto internazionale.

La Commissione sottolinea l'importanza di come, dalle audizioni degli esperti, sia emerso che una eventuale quotazione non dovrebbe riguardare solo una "offerta pubblica di vendita", ovvero non dovrebbe consistere in una mera vendita delle azioni da parte dell'azionista; il processo di quotazione, per essere effettivamente apprezzato dal mercato, dovrebbe prevedere anche una parte di reinvestimento del capitale nell'azienda da parte dell'azionista e, quindi, configurarsi come

una “offerta pubblica di sottoscrizione”, prevedendo almeno una parte di aumento di capitale sociale.

Il fatto di reinvestire una parte del capitale nella società non intaccherebbe comunque il significativo beneficio della Regione, che, con la quotazione, potrebbe valorizzare e monetizzare una parte minoritaria del capitale di CVA a beneficio della collettività locale. Lo stesso azionista potrebbe peraltro contare su un flusso di dividendi in linea con le remunerazioni correnti del settore e in rapporto a un aumentato portafoglio di attività e godere, a livello territoriale, delle ricadute in termini ambientali.

La Commissione ribadisce inoltre che, quando ci si riferisce alla quotazione di CVA, si parla della quotazione di una parte minoritaria delle azioni, che potrebbe variare anche in funzione del mercato regolamentato prescelto; in particolare, a valle delle audizioni sembrerebbe che il mercato di riferimento per CVA possa essere il Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana (“MTA”) e, eventualmente, il segmento “STAR”. E’ stato assicurato dai professionisti che una quotazione minoritaria non potrà in alcun modo pregiudicare il controllo della Regione, nemmeno nel caso della c.d. “Opa ostile”, in quanto l’unico modo per un privato di acquisire le azioni in mano alla Regione – che, quindi, non fanno parte del flottante quotato – sarebbe trovare un accordo con la Regione stessa.

Ad avviso degli esperti, la quotazione non dovrebbe compromettere nemmeno i rapporti di collaborazione attualmente in essere con gli enti pubblici locali, quali ARPA, né pregiudicare gli interventi che CVA svolge abitualmente sul territorio valdostano. Per quanto riguarda l’energia elettrica, una CVA quotata, sotto il controllo della Regione, potrebbe continuare con le attuali politiche di favore applicate ai propri clienti valdostani, con il solo limite di non proporre sconti in perdita, in quanto tali proposte potrebbero essere considerate delle pratiche commercialmente scorrette da parte della autorità preposte al controllo e, quindi, essere sanzionate. Sul punto, la Commissione si interroga se non sia più opportuno che sia la Regione stessa ad attuare tutte le forme di agevolazione e di intervento ritenute opportune per i Valdostani (compreso un eventuale *bonus* per l’energia elettrica o eventuali investimenti di carattere ambientale e sociale), anche utilizzando e vincolando tutti o parte degli utili distribuiti da CVA; un’azione di questo tipo sarebbe senz’altro più efficace e diffusa rispetto a quelle eventualmente praticabili da CVA, che peraltro deve svolgere attività di impresa nel rispetto delle norme nazionali e comunitarie.

Con riferimento alle concessioni, la Commissione ha appurato che qualsiasi soggetto o società concessionaria che eserciti le concessioni in violazione dei relativi disciplinari, sarà sempre soggetto al potere di sanzionatorio della Regione, che potrà sospendere e revocare tale concessione, a prescindere dal fatto che tale società sia quotata o non quotata.

In conclusione, la quotazione potrebbe facilitare lo sviluppo industriale di CVA e agevolare l’attuazione degli indirizzi strategici, rendendo l’azienda un vero volano per la crescita del territorio, aumentando notevolmente la trasparenza.

Eventuali criticità della quotazione potrebbero essere riscontrate nella perdita di una parte delle azioni della società e nella necessità, per la Regione, di doversi raffrontare con degli azionisti di minoranza. Un ulteriore elemento di svantaggio è rappresentato nella riduzione della percentuale



di utili spettante, che tuttavia potrebbe essere compensata in breve tempo, sia in virtù del prezzo percepito per la vendita delle azioni sia permettendo la crescita della società.

- **Legge di attuazione dello Statuto regionale al fine di esentare CVA dall'applicazione della Legge Madia**

Da quanto emerso da alcuni degli esperti sentiti nel corso delle audizioni, e in particolare dal Prof. Louvin, è emersa la possibilità che CVA possa essere svincolata dall'applicazione della Legge Madia con una legge di attuazione dello Statuto speciale, cioè con una legge concordata tra la Regione e lo Stato italiano, con l'intermediazione della Commissione Paritetica. In sostanza, si tratterebbe di concordare una norma di attuazione destinata ad ampliare l'esclusione dalla Legge Madia delle società pubbliche valdostane che abbiano emesso un *bond* quotato su un mercato regolamentato, a prescindere dalla data di emissione, superando così il termine del 30 giugno 2016 previsto dalla Legge Madia. Più difficile, invece, ipotizzare una norma di attuazione che preveda la mera e semplice esclusione delle società pubbliche valdostane – o addirittura di CVA – dall'applicazione della Legge Madia.

Secondo altri professionisti, in particolare il Prof. Aicardi, una norma di attuazione con questo tipo di finalità ricadrebbe fuori dall'oggetto dello Statuto speciale e, pertanto, sarebbe difficilmente giustificabile e sostenibile con il Governo italiano, anche per la disparità di trattamento che verrebbe a crearsi tra le aziende pubbliche con sede legale in Valle d'Aosta e quelle con sede legale fuori dal territorio valdostano. Quindi non è per nulla scontato che si possa trovare un accordo con il Governo italiano per la modifica di una norma che lo stesso Governo ha introdotto con l'obiettivo di impedire che le società pubbliche operino sul libero mercato alterandone la concorrenzialità. Inoltre, anche qualora tale legge di attuazione sia emessa, vi sarebbe sempre la possibilità di impugnazione incidentale per incostituzionalità della norma di attuazione da parte di eventuali terzi interessati.

Un ulteriore fattore di incertezza relativo allo strumento della norma di attuazione, qualora fosse legittima, riguarda i tempi di emanazione: essendo tale norma il prodotto di una concertazione tra il Governo regionale e quello nazionale e dovendo passare attraverso l'intermediazione della Commissione paritetica, i professionisti sentiti hanno ipotizzato tempi di 6-9 mesi per giungere alla conclusione del processo solo nel caso in cui non vi siano ostacoli nella negoziazione. Senza contare che tale processo potrebbe essere solo parzialmente governato dall'amministrazione regionale, proprio per la necessità di interlocuzione con il Governo italiano.

Più opportuno, a parere di alcuni dei professionisti, utilizzare lo strumento della norma di attuazione al fine di disciplinare nel modo migliore per la Regione il tema delle concessioni di derivazioni idroelettriche, definendone le modalità di affidamento e le priorità di utilizzo, come peraltro previsto dallo stesso Decreto Bersani. Peraltro, appare meritevole il suggerimento di prevedere, all'interno della legge di attuazione, sia una proroga dei termini entro i quali definire la disciplina di affidamento delle concessioni, soprattutto in considerazione del fatto che quasi tutte le concessioni regionali di grandi derivazioni scadono al 2029, sia una ridefinizione delle modalità di devoluzione e di valorizzazione delle opere asciutte al concessionario subentrante, in quanto l'attuale formulazione presenta alcune criticità.

A tale proposito, la Presidenza della Regione ha già provveduto nel mese di febbraio a trasmettere alla parte regionale della Commissione Paritetica una lettera in cui si esprime la necessità di procedere prioritariamente ad una riflessione sulla disciplina normativa in materia di grandi derivazioni idroelettriche, in modo da organizzare la procedura per la concretizzazione della norma di attuazione. Infatti, in data 16 marzo 2019, i componenti di parte regionale della Commissione Paritetica hanno già avuto modo di confrontarsi con gli uffici legislativi della Regione per discutere una bozza di norma di attuazione. Questa azione è stata rafforzata da una risoluzione, presentata dalle forze di minoranza nell'adunanza consiliare del 19, 20 e 21 marzo 2019, i cui contenuti riguardavano, oltre che le concessioni per derivazioni d'acqua a scopo idroelettrico, anche l'esenzione della Legge Madia e l'eventuale emissione di Bond quotati (tale iniziativa è stata poi votata dal Consiglio all'unanimità).

Sul punto, la Commissione evidenzia che, come confermato dagli esperti legali, da un punto di vista formale e giuridico, CVA è una società a cui la Regione ha attribuito delle concessioni di derivazione idroelettrica di alcune risorse idriche. La politica sulle concessioni viene decisa e stabilita dalla Regione, la quale, alla scadenza delle concessioni, dovrà chiedersi, in piena autonomia, se l'uso idroelettrico di determinati corsi d'acqua sarà ancora compatibile con gli altri usi (in particolare quello umano e quello agricolo). Inoltre, le modalità dell'eventuale riaffidamento delle concessioni saranno stabilite dalla Regione, anche in virtù di quanto previsto dal nuovo art. 12 del Decreto Bersani, come modificato dalla recente legge di conversione del Decreto Semplificazioni. In pratica, le modalità di utilizzo delle acque saranno disciplinate dalla Regione, che, pertanto, deciderà anche le priorità di uso.

Sempre in relazione ai rinnovi delle concessioni di derivazione, la Commissione rileva infine che, a parere degli esperti in capo giuridico, sembra altamente improbabile che si possa prevedere un riaffidamento diretto a CVA delle concessioni scadute tramite lo strumento della legge di attuazione, in quanto tale pratica sarebbe contraria a quanto previsto dalle normative nazionali e comunitarie; lo stesso Trentino-Alto Adige, che aveva previsto per legge dei rinnovi in tal senso, è stato sanzionato dalla Commissione europea.

- **Mantenere CVA con lo *status* attuale**

La Commissione prende atto che, in assenza di quotazione o di legge di attuazione *ad hoc*, CVA resterà soggetta alla Legge Madia, con conseguenti forti limitazioni in termini di:

- sviluppo industriale: CVA manterrà l'attuale parco impianti di proprietà, senza poter efficacemente crescere mediante l'acquisizione di ulteriori impianti di produzione di energia da fonte rinnovabile, in quanto le acquisizioni di nuovi impianti di produzione di energia da fonte rinnovabile (idroelettrici, eolici e fotovoltaici) avvengono, di norma, tramite la compravendita di quote o di azioni della società veicolo che li ha costruiti. Solitamente tali trattative avvengono in concorrenza con altri operatori. Gli artt. 5, 7 e 8 della Legge Madia prevedono che per costituire o acquisire società vi è la necessità di una delibera da parte del socio pubblico. Fermo restando che tale vincolo rende scarsamente competitiva CVA ponendola in posizione di svantaggio rispetto agli altri operatori e rendendo la propria offerta incerta, va considerato che tale delibera difficilmente potrà essere assunta dalla

Regione, in quanto priva delle competenze necessarie per valutare in maniera approfondita e analitica le opportunità di investimento presentate da CVA. Il mancato sviluppo industriale determinerebbe, pertanto, l'impossibilità di raggiungere l'obiettivo di diversificazione del rischio per fonte e per area geografica;

- limitazione delle attività consentite e impossibilità di contribuire ad un progetto di "Valle d'Aosta Green": in virtù di quanto previsto dall'art. 4 della Legge Madia, CVA dovrà limitarsi ad esercitare le attività di produzione di energia elettrica da fonte rinnovabile, senza poter crescere in altri settori strettamente connessi quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, l'efficientamento energetico, con la creazione di *Energy Service Company*, l'*e-mobility*, le comunità energetiche locali e, in generale, tutte le attività che in questo momento sono sviluppate dai principali concorrenti. Viene altresì posto a rischio l'esercizio di alcune attività attuali, quali la vendita e il teleriscaldamento;
- ostacoli nella gestione del personale: la Legge Madia aveva posto delle limitazioni in termini di assunzione, ora decorsi ma sempre riattivabili tramite legge nazionale di modifica;
- condivisione pubblica di informazioni sensibili che arrecano pregiudizio alla società che si trova costretta a diffondere e pubblicare i dati relativi alla propria organizzazione e alla propria attività;
- rischio di assorbimento da parte di grandi gruppi: la progressiva riduzione del valore di CVA potrebbe indurre, ad un certo punto, l'azionista a decidere di cedere la società a operatori più grandi.

- **Cedere la maggioranza delle azioni ad un altro operatore privato**

Durante i lavori, la Commissione è stata informata di due manifestazioni di interesse giunte a Finaosta e alla Regione, trasmesse da parte di Iren e di Swisspower e finalizzate a sviluppare delle forme di collaborazione con CVA. Sembra che queste manifestazioni di interesse, in realtà, non costituiscano una novità, in quanto già presentate da parte dei citati operatori in anni passati. Anche i principali media del settore hanno dato spazio a questa notizia, determinando la necessità di un approfondimento della questione.

La tematica di una possibile cessione diretta di una parte – eventualmente anche della maggioranza – del capitale sociale di CVA ad un soggetto privato è stata oggetto di alcuni confronti con gli esperti auditi i quali, in sostanza, hanno in prima battuta confermato che è normale che vi sia un forte interesse per una società come CVA, che ha dei fondamentali produttivi, economici e finanziari estremamente apprezzati. Dall'altro, sebbene sia stato rappresentato che una negoziazione con un privato, soprattutto se relativa ad un pacchetto di maggioranza delle azioni, determinerebbe, ovviamente, una maggiore valorizzazione delle azioni con un relativo incremento di introiti per la Regione, è stato per contro segnalato che un operatore industriale di grandi dimensioni (come Iren e Swisspower), di norma, propone accordi finalizzati ad acquisire la maggioranza di eventuali società costituite in *partnership*, sia per poter consolidare tale società nel proprio bilancio ma soprattutto in quanto tale operatore sarà interessato ad assumere la guida strategica ed industriale, sottraendola al socio di minoranza. Da questo punto di vista, l'eventuale scelta di percorrere questa strada dovrebbe privilegiare interlocutori in grado di apportare *asset* e competenze industriali complementari e utili allo sviluppo dei piani strategici di CVA, e non meramente orientate al

risparmio dei costi, con possibili ricadute negative in termini occupazionali (chiusura delle sedi in Valle d'Aosta con trasferimento obbligatorio per il personale valdostano) e di dispersione delle competenze. A questo riguardo, tenuto conto delle rapide dinamiche di sviluppo e di innovazione che riguarderanno il settore elettrico negli anni a venire, la Commissione ritiene che sia da preservare la caratteristica distintiva di CVA, che è oggi un raro esempio di "operatore completamente green", con attività totalmente focalizzate nella produzione di energia elettrica da fonti rinnovabili, a differenza delle classiche multiutility impegnate in molteplici servizi, al contempo integrato lungo l'intera filiera, dalla produzione alla vendita, situazione che gli consente di arrivare direttamente al cliente finale. Ad avviso degli esperti, se l'obiettivo della Regione è solo quello di "far cassa" con un orizzonte di valorizzazione a breve termine, la vendita diretta delle azioni ad un operatore industriale potrebbe essere la soluzione migliore, mentre sarebbe una perdita di tempo avviare delle negoziazioni con un operatore industriale nella speranza che consenta alla Regione di mantenere il controllo e la gestione della società.

Il tema è stato trattato anche nella seduta della Commissione del 29 gennaio 2019, nella quale i presenti hanno discusso, in primo luogo, della possibilità di richiedere al Consiglio regionale se l'ipotesi di cedere la maggioranza delle partecipazioni facesse parte del proprio mandato in quanto semplici commissari e, successivamente, di assumere almeno una deliberazione interna alla Commissione circa la possibilità di prendere in considerazione proposte di alienazione di quote di maggioranza di CVA.

Peraltro, va rimarcato che un'ipotetica vendita di una parte – o della maggioranza – del capitale sociale di CVA direttamente ad un altro operatore potrebbe anche non essere sufficiente ad escludere CVA dall'applicazione della Legge Madia, non essendo tale ipotesi di esenzione prevista dalla stessa legge.

A conclusione dei lavori e a fronte del mandato ricevuto dal Consiglio, la Commissione osserva come emergano due possibili scenari atti a soddisfare la necessità di garantire le migliori condizioni di operatività di CVA, a beneficio della comunità valdostana: uno relativo all'approvazione di apposite norme di attuazione e l'altro che preveda la quotazione di una parte delle azioni su un mercato regolamentato di Borsa Italiana, fermo restando la proprietà della Regione sulla maggioranza del pacchetto azionario.

Senza entrare nel merito della decisione che spetterà al Consiglio Regionale, la Commissione rileva come, a detta degli esperti, la percorribilità dell'opzione "Norme di Attuazione", ai fini della valorizzazione sul mercato, possa presentare una maggiore aleatorietà nei tempi e negli esiti del percorso, rispetto alla linearità e alle certezze, anche temporali, che caratterizzano l'iter di quotazione.

Avrebbe invece diversa natura una norma di attuazione in materia di concessioni che sarebbe da perseguire a prescindere da ogni altra decisione.