

Pisa, 01 settembre 2021

Ai soci di GEA Srl in liquidazione:

- Comune di Calci
- Comune di Pisa
- Comune di San Giuliano Terme
- Comune di Vecchiano

PROGETTO DI RIPUBBLICIZZAZIONE DI ACQUE SPA MEDIANTE L'ACQUISIZIONE DELL'INTERO CAPITALE SOCIALE E TRASFORMAZIONE DELLA SOCIETA' SECONDO IL MODELLO IN HOUSE.

1. Premessa

1.1 Le società del servizio idrico in Toscana nel Duemila

La scelta effettuata nei primi anni Duemila di adottare, in gran parte della Toscana, la forma di gestione di una società mista con la presenza minoritaria significativa di un *partner* industriale era giustificata dalla particolare situazione dei servizi idrici in quegli anni: nella maggior parte del territorio toscano i servizi idrici erano infatti gestiti direttamente dai Comuni o da piccole aziende comunali, con sempre maggiore scarsità di personale specializzato e di risorse finanziarie per gli investimenti.

Per quanto riguarda, più in particolare, la provincia di Pisa, il s.i.i. era per la quasi totalità gestito da Gea Spa (maggioranza comune di Pisa) e da Cerbaie Spa (proprietà frammentata fra una ventina di comuni fra i quali Cascina, comuni della Val d'Era e del Basso Val d'Arno). Le condizioni economiche, finanziarie ed operative di queste società, alla vigilia della creazione di un'unica entità legale deputata alla gestione del s.i.i a livello di ATO (avvenuta per il tramite del conferimento di rami aziendali delle società e degli enti operanti su tale territorio, con l'aggiunta di due Amministrazioni Comunali) e della selezione del *partner* privato mediante procedura di evidenza pubblica, erano particolarmente deboli se non, in qualche caso, addirittura critiche.

Le dimensioni delle società, anche laddove queste operavano su di un ampio territorio sovracomunale, non erano ottimali e soprattutto non consentivano,

anche in chiave prospettica, di gestire il servizio in condizioni di efficacia ed efficienza e di disporre un necessario piano di investimenti.

Per quanto riguarda in particolare l'area della provincia di Pisa, la nascita di Acque Spa ha perciò consentito di raggiungere una sufficiente massa critica e, per mezzo dell'ingresso del *partner* privato, un adeguato livello di patrimonializzazione (che non poteva essere raggiunto col solo conferimento dei rami aziendali da parte dei Soci Pubblici), a sua volta presupposto per l'ottenimento di mezzi finanziari necessari a supportare un cospicuo programma di investimenti sul territorio e consentire alla nuova società di costruire assetti organizzativi efficienti.

Questa scelta è stata positiva e ha dato i suoi frutti: oggi nel territorio toscano operano ormai aziende forti e sane economicamente (Acque e Publiacqua sono tra le prime 10 del Paese), che investono più di ogni altra azienda italiana e che erogano servizi di qualità superiore alla media.

Le aziende toscane mostrano una conoscenza approfondita del territorio e dispongono di personale altamente qualificato, a tutti i livelli, per garantire la progettazione, la gestione, l'esecuzione e la manutenzione dei cospicui investimenti programmati.

Anche dal punto di vista normativo e regolatorio, con l'Autorità Idrica Toscana la nostra Regione può essere considerata l'esperienza più avanzata del panorama nazionale.

Un problema fondamentale delle aziende toscane è stato rappresentato dalla ristrettezza delle dotazioni di capitale iniziale; la necessità di effettuare ingenti investimenti per recuperare i ritardi del passato, di dare un servizio qualitativamente all'altezza delle aspettative degli utenti e il massiccio ricorso a capitali di terzi, hanno però generato una crescita notevole delle tariffe per gli utenti (pur accompagnate da misure economiche di sostegno sociale affidate ai Comuni) in quanto i costi operativi di esercizio e gli investimenti necessari anche per recuperare i ritardi accumulati – pur in un contesto di progressiva e

significativa razionalizzazione ed efficientazione degli stessi – hanno reso inevitabile un adeguamento del profilo tariffario.

1.2 Acque SpA

Come accennato nel paragrafo precedente, nel 2001 Acque SpA (d'ora in avanti anche Acque) è stata costituita nell'ex ATO Basso Valdarno a partire da 5 aziende preesistenti (delle quali solo una, Aquapur di Capannori, non interamente pubblica) e con la partecipazione diretta dei Comuni di Chiesina Uzzanese e di Crespina Lorenzana. Il 45% delle azioni è stato assegnato, a seguito di una procedura di gara, al socio privato ABAB (composto essenzialmente da Acea e in piccola parte da Suez e altri). L'apporto di capitale iniziale da parte dei soci pubblici è stato minimo – come detto sopra, consisteva nel conferimento dei rami d'azienda, costituiti da un perimetro patrimoniale minimo e senza l'apporto di mezzi finanziari - perché essi erano generalmente gravati da una consistente mole di debiti pregressi, che sono stati poi gestiti attraverso un complesso meccanismo basato sul canone di concessione. Il capitale apportato dai privati e soprattutto, nel 2005, la scelta coraggiosa di attivare un finanziamento (sul modello “*project finance*”) da 250 milioni di euro, hanno consentito di disporre delle risorse per programmare e realizzare un piano di investimenti estremamente ampio e ambizioso che non sarebbe stato possibile realizzare altrimenti.

Da allora è stata fatta tanta strada. Acque presenta oggi a livello nazionale le *performances* migliori in termini di capacità d'investimento: nel 2020 ha realizzato investimenti per 125,90 euro/ab/anno, un dato sensibilmente superiore rispetto alla media nazionale di 44,5 euro/ab/anno.

Dal 2002 al 2020 sono stati effettuati investimenti per circa 975 milioni, di cui 96,8 nel corso del solo 2020. Il piano industriale di Acque, cui si accennerà più volte nel prosieguo, prevede inoltre, fino al termine della concessione (2031), un poderoso programma di investimenti.

Le buone *performances* economiche e finanziarie si sono costantemente mantenute al passo di una forte capacità di realizzazione degli investimenti. Gran parte degli utili (oltre il 70%) sono stati accantonati e destinati a rafforzare la capacità di fare fronte agli impegni ed agli interventi sul territorio, senza ricorrere ad ulteriore finanza esterna o a ricapitalizzazioni.

Il *project finance* ha imposto tuttavia vincoli contrattuali e condizioni finanziarie molto stringenti, un abito molto stretto perché cucito su misura nel 2005 quando la società era appena costituita (senza una storia alle spalle) e quando il quadro normativo e regolatorio nazionale era assai incerto, approssimativo e rischioso per gli investitori. Per contro, mentre il socio privato vantava una storia, una dimensione, un posizionamento competitivo ed una robustezza patrimoniale di notevole *standing*, lo stesso non si poteva dire a proposito dei soci pubblici.

Il *project finance* ha perciò comportato, a fronte di un indubitabile e formidabile volano di crescita per Acque, un oggettivo rafforzamento del peso del capitale privato nella *governance* aziendale; anche perché le azioni di ABAB hanno rappresentato la garanzia principale a favore del *pool* delle banche creditrici, in quanto costituite in pegno a favore di queste.

E' stato quindi necessario intervenire con sostanziali modifiche non solo sul patto parasociale ma anche sullo statuto per garantire al *partner* privato la certezza della designazione dell'AD con poteri gestionali molto ampi, oltre che introdurre maggioranze qualificate in CdA per ogni delibera significativa. In pratica, un importante ampliamento delle prerogative del socio privato, rispetto alle condizioni di partenza, tuttavia necessario a fare da contrappeso ai maggiori impegni e rischi assunti sul piano patrimoniale.

1.3 Il presente

Oggi, grazie al lavoro di questi anni, il contesto è radicalmente mutato.

Acque SpA ha alle spalle una storia certificata di 20 anni di bilanci sani e spesso brillanti, è una realtà gestionale solida e più volte riconosciuta come un punto di

riferimento nazionale per le aziende idriche, opera all'interno di un quadro regolatorio stabile ed efficace sia a livello nazionale (ARERA) che regionale (AIT).

Acque ha inoltre contribuito in maniera decisiva a costruire un sistema di aziende collegate e partecipate anche dalle altre realtà toscane come Le Soluzioni, Ingegnerie Toscane, Tiforma.

Il 2018 e il 2019, a conclusione di un lavoro preparatorio attento e paziente, hanno rappresentato il definitivo punto di svolta con il raggiungimento di fondamentali obiettivi strategici per la società:

- l'approvazione da parte dell'AIT e dell'ARERA dell'allungamento della concessione del servizio idrico al 2031 (per una durata complessiva di 30 anni, il massimo consentito dalla legge Galli);
- l'approvazione del nuovo piano economico-finanziario e del nuovo piano degli investimenti;
- la sottoscrizione nel dicembre 2018 di un nuovo contratto di finanziamento *corporate* a lungo termine, al quale è seguita a gennaio del 2019 la concreta stipula degli atti di erogazione con contestuale estinzione del vecchio *project finance*.

Questi risultati sono di decisiva importanza perché hanno posto su basi nuove e solide la riflessione strategica dei soci pubblici sul futuro di Acque.

Da un lato essi hanno consentito di guardare lontano potenziando molto le capacità d'investimento e riducendo contemporaneamente al minimo la crescita delle tariffe nei prossimi anni, con indubbi vantaggi per gli utenti, sia dal punto di vista del costo della bolletta dell'acqua, sia della qualità del servizio.

Dall'altro lato con l'estinzione del *project finance* si è conseguita la completa autonomia e indipendenza della società. Infatti il nuovo finanziamento (erogato da un *pool* di banche di grande rilievo guidate da Mediobanca: Intesa, UBI, MPS, BPM, BNP Paribas) è di tipo *corporate*, quindi esclusivamente legato all'azienda ed alle sue *performances* economiche e finanziarie, senza che sia più richiesta la

garanzia del socio privato, modificando radicalmente lo scenario esistente col *project finance* estinto.

Occorre sottolineare che tali risultati sono il frutto di un lavoro che ha sempre visto come protagonista assoluta la parte pubblica, che in tutti questi anni, pur lasciando al privato la scelta dell'AD, non ha mancato di presidiare tutti gli aspetti strategici, amministrativi, finanziari, gestionali e tecnici (nessuno escluso).

A questo proposito è utile sottolineare una volta di più che Acque è completamente autosufficiente rispetto al *partner* privato, sia dal punto di vista gestionale che finanziario: la presenza del *partner* privato in azienda è limitata alla sola persona dell'AD (ogni altro dirigente, funzionario, tecnico, operaio è dipendente di Acque) e nessun servizio (gestionale, tecnico, commerciale, informatico, amministrativo, ingegneristico ...) è affidato a, o gestito dal, *partner* privato. Ci sono ovviamente progetti comuni e alcune partecipazioni societarie (LeSoluzioni, Ingegnerie Toscane, Acque Industriali) ma si tratta di situazioni assolutamente gestibili a seconda degli orientamenti strategici assunti da Acque. In altre parole, le *partnership* in essere, comunque limitate a singoli e specifici segmenti operativi, non influiscono sulle scelte strategiche di Acque, ma sono semmai un mezzo per realizzarle nel modo più efficace.

1.4 Le prime mosse verso un nuovo assetto

Il nuovo scenario che si è aperto nel 2019 ha consentito di avviare tra i Soci Pubblici una discussione concreta sull'assetto di Acque tenendo conto delle linee programmatiche di numerose amministrazioni comunali, degli orientamenti sostanzialmente unanimi emersi nelle Conferenze Territoriali in coerenza con le indicazioni del voto popolare nel referendum del 2011 e, in prospettiva, del quadro dei possibili rapporti con gli altri gestori toscani sul versante societario, delle sinergie industriali, dei servizi comuni e della più efficace tutela della risorsa idrica.

Tra i Soci Pubblici è emersa la consapevolezza che erano ormai mature tutte le condizioni per porsi realisticamente l'obiettivo di riequilibrare ed adeguare la

presenza del *partner* privato rispetto all'attuale e descritto contesto, profondamente diverso da quello esistente nel 2005.

Tale presenza si manifesta infatti con un peso nella *governance* che non appare oggi commisurato al contributo che il *partner* privato può garantire, al posizionamento strategico della società e alle sue prospettive di crescita e di aggregazione nel contesto regionale e nazionale.

Queste sono dunque le ragioni della scelta di procedere alla disdetta dei Patti parasociali vigenti (periodo di validità di 5 anni e con scadenza nel maggio 2021 in quanto tacitamente rinnovati nel maggio 2016). In mancanza di tale disdetta entro il maggio 2020, i Patti si sarebbero automaticamente rinnovati fino al 2026. In data 14 luglio 2019 tutti i 7 Soci Pubblici di Acque S.p.A. (Publiservizi, Cerbaie, Gea, Aquapur, Coad, Comune di Chiesina Uzzanese, Comune di Crespina Lorenzana) hanno perciò firmato la lettera di disdetta dei Patti Parasociali.

La disdetta dei Patti parasociali ha attivato immediatamente, secondo una procedura formale regolata dai Patti stessi, un confronto aperto con il *partner* privato alla ricerca di un accordo più avanzato sulla *governance* della società con lo scopo di pervenire alla sottoscrizione di nuovi Patti che tenessero conto di tutti i profili descritti.

In particolare, e rinviando al paragrafo successivo per una più approfondita analisi dello stato attuale, i Soci Pubblici hanno chiesto di tornare alle condizioni di patto parasociale poste a base di gara e oggetto di aggiudicazione in favore di ABAB nell'ambito della procedura di selezione del 2002 e, dunque, di eliminare gli emendamenti e le integrazioni apportate in via eccezionale per recepire le modifiche statutarie approvate ai sensi del *project financing* del 3 ottobre 2006.

Essendo il *project financing* superato dal nuovo finanziamento i Soci pubblici hanno ritenuto che il nuovo scenario imponesse di ripristinare lo *status quo ante*, essendo venute meno le ragioni che giustificavano le modifiche apportate in deroga alle condizioni di gara.

Il secondo aspetto fondamentale è che secondo i Soci Pubblici la revisione del

Patto parasociale vigente doveva tener conto dell'originario termine di durata della partecipazione del socio privato ai sensi dei documenti di gara (i.e. 31 dicembre 2021), un termine che è stato peraltro anche alla base dell'offerta economica ovviamente rapportata al primo piano economico finanziario di Acque (poi ampiamente modificato) e alla durata di 20 anni.

Secondo la procedura regolata dai Patti vigenti (artt. 9 e 14), qualora tale accordo risultasse impossibile da raggiungere entro tempi prestabiliti (due mesi, salvo accordi tra le parti) si genererebbe una condizione di stallo nella quale i Soci Pubblici avrebbero la facoltà (non l'obbligo) di acquisire le azioni del socio privato direttamente in proprio o tramite un terzo da essi indicato (da selezionare, di regola, attraverso una procedura ad evidenza pubblica). Tale opzione tra "acquisto in proprio" e "indicazione di un terzo" deve essere esercitata entro tre mesi dallo stallo.

I Soci Pubblici, su sollecitazione dei Comuni che direttamente o indirettamente rappresentano tutti insieme la maggioranza del capitale di Acque S.p.A., a partire dal mese di giugno 2019 hanno deciso di avvalersi (per il tramite del socio Cerbaie SpA che, all'uopo, ha ricevuto mandato anche in nome e per conto degli altri soci) del supporto di *advisor* legali di altissimo livello (Studio Bonelli Erede, affiancato dal Prof. Vincenzo Pinto) con l'obiettivo di assistere i Soci Pubblici nella negoziazione di nuovi patti parasociali e in seguito di valutare – nel caso in cui non vi fossero state le prospettive di impostare i patti su nuove e diverse basi - i possibili scenari in relazione alle condizioni ed agli strumenti necessari per riacquisire le quote dell'attuale *partner* privato garantendo nello stesso tempo il rispetto dei contratti di finanziamento in essere, la stabilità e la piena operatività della società, il livello di nuovi investimenti già programmati da AIT fino al 2031. Va aggiunto per completezza, come meglio precisato in seguito, che mano a mano che il processo è proseguito - fino a rendere concreta la prospettiva di non essere nella condizione di rinnovare il patto parasociale col *partner* privato su basi più equilibrate e coerenti con il diverso scenario rispetto a quello del 2005 – sono stati attivati ulteriori supporti di consulenza: sia su argomenti specifici, sia su

temi inerenti la valutazione di Acque e la finanziabilità di una eventuale operazione di acquisto della partecipazione del *partner* privato.

2. La fase attuale e il confronto con Abab

2.1 La prima fase delle negoziazioni

Come descritto nel precedente paragrafo, i Soci Pubblici, col supporto dei propri *advisors*, hanno impostato la negoziazione con l'intento di pervenire alla formulazione di nuovi patti, secondo le basi sopra indicate.

Nel corso dei numerosi incontri, la posizione del socio privato è stata di radicale dissenso rispetto alle richieste e alle argomentazioni dei Soci Pubblici, formulando, anzi, detto socio proposte di modifica in senso opposto, ovvero nel senso di rafforzare ulteriormente la sua posizione.

Alla nuova formulazione dei patti e dello statuto proposta dai soci pubblici, il Socio Privato ha infatti risposto con un testo fortemente peggiorativo dei patti vigenti: in particolare avanzando la richiesta di eliminare la possibilità concessa alla parte pubblica di esprimere un preventivo gradimento sul nome designato come Amministratore Delegato e prevedendo tra le deleghe dell'Amministratore Delegato la conduzione del processo di consolidamento di Acque SpA all'interno del perimetro Acea. A tacere di altre proposte meno invasive ma comunque nel senso di limitare ulteriormente il peso dei Soci Pubblici (come il gradimento del Presidente designato da questi ultimi, diritto non presente nel patto disdettato).

Da quel momento in poi il confronto tra le parti non ha fatto concreti passi avanti.

Peraltro va sottolineato che l'esplosione dell'emergenza legata alla pandemia alla fine di Febbraio 2020 non ha consentito, soprattutto ai Soci Pubblici, impegnati su ben altri fronti, di proseguire nella trattativa e dunque di concluderla nei tempi previsti dal Patto; le parti hanno perciò concordato di differire la ripresa della trattativa con l'avvio della seconda fase al momento della conclusione dell'emergenza e delle misure restrittive ad essa legate.

La fase del rinnovo degli organi societari, il periodo elettorale arrivato fino a Settembre e soprattutto il prolungarsi dell'emergenza sanitaria ci hanno fatto

dunque giungere fino a Gennaio 2021, quando il processo è stato riavviato.

2.2 La seconda fase delle negoziazioni. L'esercizio dell'opzione di acquisto sotto condizione legale.

La ripresa formale delle trattative è avvenuta ad inizio 2021, peraltro, in un quadro generale che registra alcuni cambiamenti:

1. la disdetta dei patti parasociali con Acea anche da parte dei soci pubblici di Publiacqua;
2. il programma di legislatura della Regione Toscana che prevede esplicitamente un percorso di ripubblicizzazione del servizio idrico integrato.

Nonostante vari tentativi, anche a livello politico, non è emersa una diversa disponibilità del socio privato di Acque a modificare le proprie posizioni già emerse durante la prima fase, nè a considerare un'uscita concordata dalla compagine societaria.

La fase finale della trattativa è stata dunque condotta fino alla fine di Aprile del 2021 quando è emersa evidente l'impossibilità di arrivare a qualsiasi forma di accordo.

I soci pubblici hanno pertanto comunicato al socio privato la presa d'atto della condizione di stallo, a far data dal 24 aprile, riservandosi le azioni conseguenti così come previsto nel patto parasociale.

Questo significa che entro il 23 luglio 2021 i soci pubblici avevano la possibilità di esercitare l'opzione di riacquisto delle azioni in mano al privato.

Tale facoltà è stata esercitata con lettera indirizzata ad Abab il data 23 luglio 2021 (vedi Allegato 1), all'esito di numerose riunioni tenutesi nel tempo con i Comuni Soci e sulla base della documentazione di volta in volta fornita col supporto degli *advisors*, nonché secondo quanto deliberato dall'assemblea dei soci di GEA s.r.l. del 19 luglio 2021, (Allegato 2).

Per riassumere quanto testè descritto ed illustrare una cronistoria ancora più puntuale dei fatti rilevanti, è dunque utile riprendere un estratto dalla citata delibera assembleare del 19 luglio 2021 che espressamente cita i seguenti

passaggi:

1. la società Gea S.r.l. in liquidazione (la "Società") detiene n. 1.220.816 azioni, rappresentative del 12,266% del capitale della società Acque S.p.A. (di seguito "Acque"), con sede in Via Garigliano 1, 50053 Empoli, capitale sociale interamente versato pari a Euro 9.953.116,00 (novemilioninovecentocinquantremilacentosedici/00), iscritta nel Registro delle Imprese di Firenze con il numero di iscrizione e Codice Fiscale 05175700482; Acque è una società per azioni mista, a maggioranza di capitale sociale pubblico (55%) e partecipata al 45% dal socio industriale Acque Blu Arno Basso S.p.A. ("ABAB" o "socio privato") selezionato mediante procedura ad evidenza pubblica. Acque è il gestore del servizio idrico integrato a seguito di affidamento da parte dell'Autorità Idrica Toscana (AIT), ATO 2 Basso Valdarno a partire dal 1° gennaio 2002 per una durata originariamente stabilita in 20 anni;
2. in data 6 novembre 2003, conformemente a quanto previsto negli atti di gara, è stato sottoscritto un primo patto parasociale regolante i rapporti tra i soci pubblici (tra cui la Società) e il socio privato in relazione alla partecipazione in Acque. In data 13 maggio 2011, i soci pubblici e il socio privato di Acque hanno sottoscritto un nuovo patto parasociale volto a modificare talune previsioni del patto originario anche al fine di favorire l'operazione di finanziamento su base project financing conclusa in data 3 ottobre 2006 (di seguito, il "Patto Parasociale");
3. Acque negli anni si è resa sostanzialmente autosufficiente rispetto all'apporto industriale del socio privato. A riprova di quanto precede, in data 24 gennaio 2019 Acque ha rimborsato e risolto anticipatamente il summenzionato finanziamento a seguito della stipula di un nuovo contratto di finanziamento non più su base project financing bensì su base corporate, ed esclusivamente legato alla valutazione (del merito creditizio) di Acque e non anche dei soci che ne detengono il capitale sociale e la cui concessione è svincolata dall'assunzione di impegni o garanzie a carico dei soci medesimi;
4. in data 14 luglio 2019 tutti i soci pubblici hanno comunicato al socio privato la disdetta del menzionato Patto Parasociale, ai sensi dell'art. 14 del medesimo Patto Parasociale, dando avvio a una fase di rinegoziazione ivi disciplinata volta a ridefinire l'assetto dei rapporti con il socio privato di Acque non più commisurato al contributo che quest'ultimo poteva effettivamente garantire al posizionamento strategico di Acque, alle sue prospettive di crescita e di aggregazione nel contesto regionale e nazionale;

5. *a seguito della deliberazione di ARERA n. 502/2018/R/idr del 9 ottobre 2018 avente ad oggetto “Approvazione dell’aggiornamento delle predisposizioni tariffarie del servizio idrico integrato, per gli anni 2018 e 2019, proposto dall’autorità idrica toscana per il gestore Acque S.p.A.” e della deliberazione AIT n. 28 del 5 ottobre 2016, la scadenza dell’affidamento del servizio idrico integrato ad Acque è stata prorogata al 31 dicembre 2031;*
6. *ai sensi dell’art. 14 del Patto Parasociale, successivamente alla disdetta i soci pubblici e il socio privato di Acque hanno avviato (e proseguito, per oltre 18 mesi) le negoziazioni per la ri-definizione dei termini e la sottoscrizione di un ulteriore patto parasociale senza riuscire a giungere ad alcuna conclusione condivisa, rinnovando e prorogando i termini previsti dal Patto Parasociale e formulando varie proposte nel tentativo di giungere a un accordo con il socio privato;*
7. *in data 10 maggio 2021, riscontrata l’impossibilità di addivenire a un accordo sul nuovo patto e stante le divergenze e contrasti emersi con ABAB, i soci pubblici hanno inviato una comunicazione ad ABAB per dare atto della situazione di stallo ai sensi dell’art. 14 del Patto Parasociale, riservandosi l’esercizio delle facoltà previste dal medesimo Patto Parasociale;*
8. *ai sensi dell’art. 9 del Patto Parasociale, in caso di mancato accordo sul nuovo patto parasociale, i soci pubblici, entro i successivi 90 giorni, hanno facoltà di acquistare direttamente l’intera partecipazione detenuta da ABAB, ovvero di indicare un terzo acquirente, di proprio gradimento, di detta partecipazione, con conseguente obbligo di ABAB di cedere interamente la propria partecipazione in Acque al prezzo e con le modalità ivi previste;*
9. *considerata l’impossibilità di addivenire a un accordo sul nuovo patto nonostante vari e prolungati tentativi di giungere a una posizione condivisa, nonché la situazione di contrasto venutasi a creare tra ABAB e i soci pubblici e il conseguente venir meno del rapporto di collaborazione e fiducia - che, stante anche il sopraggiunto venir meno dei presidi contrattuali per il superamento di eventuali situazioni di stallo, è suscettibile di compromettere il regolare funzionamento e l’operatività di Acque e, conseguentemente, l’efficienza e buon andamento del servizio della stessa reso - risulta nel migliore interesse di Acque e del servizio dalla stessa reso non proseguire il rapporto societario con ABAB e, dunque, procedere all’esercizio del diritto di acquisto dell’intera partecipazione di ABAB come prevista dall’art. 9 del Patto Parasociale, che potrà altresì favorire il conseguimento di unitarietà di azione, indirizzo e strategia fra i soci di Acque.*

Su tali basi, l'assemblea di GEA s.r.l. del 19 luglio 2021 ha deliberato di autorizzare il liquidatore a sottoscrivere, in nome per conto di GEA s.r.l., la comunicazione di esercizio il diritto di acquisto previsto dall'art. 9 e 14 del patto parasociale sottoscritto in data 13.5.2011, dando tuttavia doverosamente che atto *"la dichiarazione di GEA s.r.l. di esercitare il diritto di acquisto previsto dall'art. 9 e 14 del patto parasociale sottoscritto in data 13.5.2011 e, più in generale, le deliberazioni indicate nel successivo punto 4 sono sottoposte alla condizione legale di efficacia costituita dalla approvazione dell'operazione di Acquisizione da parte del consiglio comunale del Comune di Pisa in conformità a quanto previsto dagli artt. 5, commi 1 e 3, 7, comma 1, 8, comma 1, TUSPP"*.

Come evidenziato dal liquidatore in sede assembleare, occorre infatti ricordare che:

- a) *"GEA s.r.l., ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. m), del decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175, recante il "Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica" (il "TUSPP"), è società soggetta al controllo pubblico del Comune di Pisa, che detiene, come è noto, una partecipazione pari all'87,83% del capitale sociale). Pertanto, la partecipazione della Società all'operazione di Acquisizione è legalmente condizionata, ai sensi della disciplina dettata dal TUSPP, all'adozione da parte del consiglio comunale dell'ente controllante di apposita deliberazione di approvazione dell'Acquisizione munita dei contenuti e dei requisiti stabiliti dagli artt. 5, commi 1 e 3, 7, comma 1, 8, comma 1, TUSPP, norme ritenute applicabili anche qualora le operazioni ivi menzionate riguardino, come nel caso di specie, società nel quale il Comune detenga partecipazioni indirette ai sensi dell'art. 2, lett. g), TUSPP. In particolare (salvo quanto previsto dagli artt. 9, comma 5 e 10, comma 1, TUSPP)"*
- b) *"Stante la ristrettezza dei tempi previsti dall'art. 9 del patto parasociale per l'esercizio dell'opzione di acquisto della partecipazione ABAB e l'incompatibilità degli stessi con i tempi deliberativi ordinari del consiglio, non è stato possibile, per il Comune di Pisa, adottare in tempo utile le deliberazioni del consiglio comunale prescritte dalla legge in forza delle disposizioni del TUSPP sopra richiamate";*
- c) *"In base alle conclusioni contenute nel parere pro veritate rilasciato, su incarico di Cerbaie s.p.a. in liquidazione, (a firma congiunta) dal Prof. Avv.*

Giuseppe Benedetto Portale (Emerito di diritto commerciale presso l'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano) e al Prof. Avv. Giudo Greco (Professore Emerito di diritto amministrativo presso l'Università Statale di Milano), l'attuale mancanza delle deliberazioni consiliari suindicati non preclude tuttavia a GEA s.r.l. di partecipare all'operazione di Acquisizione, sia pure sotto la condizione legale sospensiva della successiva adozione di tali deliberazioni. In particolare, nel parere, su tale specifico profilo, si afferma che "appare possibile l'esercizio dell'Opzione anche in assenza di una preventiva deliberazione autorizzativa da parte degli enti partecipanti alle Società Socie di Acque s.p.a. (che siano qualificabili quali Società a controllo pubblico), costituendo la predetta autorizzazione una mera condizione legale di efficacia del trasferimento delle partecipazioni. Dal punto di vista degli effetti negoziali connessi alla partecipazione al Patto Parasociale, il tempestivo esercizio dell'Opzione sarà, pertanto, sufficiente a vincolare il Partner a cedere la Partecipazione al verificarsi della condizione legale".

Pertanto, in attesa che il consiglio comunale di Pisa di pronunci, la dichiarazione di GEA s.r.l. di esercitare, per la parte ad essa spettante, il diritto di acquisto dell'intera partecipazione di ABAB come prevista dall'art. 9 del Patto Parasociale e, più in generale, la partecipazione di GEA s.r.l. agli atti necessari all'operazione di acquisizione sono sottoposte alla condizione legale di efficacia costituita dalla successiva adozione da parte del Comune di Pisa delle deliberazioni di consiglio comunale e degli adempimenti prescritti dagli artt. 5, commi 1 e 3, 7, comma 1, 8, comma 1, 9, comma 5, 10, comma 1, TUSPP e sopra descritti, condizione che dovrà essere resa esplicita nel contenuto della lettera di esercizio del diritto di acquisto da inviare ad ABAB.

3. Obiettivi e analitica motivazione di pervenire all'acquisto della partecipazione di Abab detenuta in Acque Spa

Dalla ricostruzione che precede appaiono perciò evidenti sia gli obiettivi strategici che sottostanno alla decisione assunta dai Soci Pubblici, sia le motivazioni che li sorreggono. Compresa la scelta, necessario corollario sia degli obiettivi che delle relative motivazioni, di trasformare la società Acque – una volta posseduta al 100% dai Soci Pubblici – adattandola al modello dell' *in house providing*.

14

Ovviamente, sia gli obiettivi che le relative motivazioni, sono cose coerenti con le, ma distinte dalle, concrete modalità di attuazione – e dalle connesse esigenze di inquadrarle nel contesto dato, anche sotto il profilo giuridico e legale (con particolare riferimento alle norme applicabili alla fattispecie in esame, ai sensi del D.lgs. 175/2016) – del progetto illustrato nella presente relazione.

I paragrafi successivi, e gli allegati ivi richiamati, sono dedicati agli specifici profili che riguardano le modalità di attuazione compresi, *inter alia*: i. la scelta del veicolo societario *ad hoc* per l'esecuzione dell'acquisto; ii. le possibili fonti e modalità di finanziamento ; iii. la sostenibilità dell'investimento; iv. i concreti e misurabili vantaggi, anche economici e finanziari dell'operazione,

Per quanto invece riguarda, ancora più in dettaglio, gli obiettivi e le motivazioni dell'operazione, è opportuno aggiungere le seguenti valutazioni e considerazioni.

L'esercizio dell'opzione di acquisto delle quote in mano al *Partner* Privato di Acque Spa, eseguita in accordo e di concerto fra tutti i "Soci Pubblici", rappresenta senza dubbio una straordinaria operazione volta a rafforzare non solo la qualità e l'efficienza della gestione del servizio pubblico (secondo le aspettative ampiamente condivise dalle comunità del territorio servito di un maggiore ruolo degli Enti locali direttamente o indirettamente proprietari del gestore idrico) ma anche a tutelare, valorizzare ed accrescere il patrimonio azionario degli stessi Soci Pubblici. Sia che la partecipazione in Acque venga detenuta direttamente dagli Enti Pubblici di riferimento (il che, allo stato, avviene solo in un numero molto limitato di casi), sia che alla stessa partecipino società di capitali da questi ultimi controllate; che è ciò che si verifica per la maggior parte dei casi per come il progetto è stato strutturato, tenuto conto delle condizioni di finanziabilità dello stesso (vedi le considerazioni *infra*). Le quali società, evidentemente, non vengono meno alla loro missione o pongono in essere atti contrari allo loro attuale *status* giuridico (con particolare riguardo allo stato di liquidazione di alcune società, fra le quali Gea e Cerbaie, vedi altresì *infra*), per effetto di una operazione che, come vedremo, ha come effetto, certo e diretto, quello di valorizzare - e non soltanto di accrescere in termini di controllo - la partecipazione da questi già detenuta in Acque.

Fermo restando che, al contrario, il mancato esercizio dell'opzione di riacquisto, da un lato avrebbe rappresentato un oggettivo indebolimento delle prerogative e della capacità di governo dei Soci Pubblici nei restanti 10 anni di concessione (la concessione ad oggi ha la scadenza fissata nel 2031), lasciando di fatto il controllo gestionale al *Partner* Privato senza nemmeno quegli elementi di riequilibrio (comunque, come detto sopra, ritenuti non sufficienti) permessi dai Patti Parasociali, non più rinnovati; dall'altro lato farebbe venire meno la possibilità di accrescere il valore della partecipazione, per effetto della possibilità di ottenere una proroga della concessione (o una "riconcessione") per un numero significativo di anni oltre l'attuale orizzonte temporale di scadenza della concessione.

Per meglio apprezzare la consistenza di quanto appena affermato, bisogna intanto partire da due antefatti, che sono ulteriori elementi di rafforzamento del progetto.

1. Con deliberazione n. 28 del 16 Novembre 2018 l'assemblea della Autorità Idrica Toscana (AIT) ha preso atto e deliberato che *"5 Conferenze territoriali su 6 hanno espresso l'indirizzo di procedere verso l'affidamento in house della gestione del servizio idrico integrato"*.

2. Alla fine del 2020 è cambiato radicalmente lo scenario delle concessioni del servizio idrico integrato in Toscana. Con deliberazione n. 14/2020 del 19 novembre 2020 l'assemblea dell'AIT ha deliberato di superare il modello del gestore unico a livello regionale e di aprire la strada alle concessioni per *sub* ambiti, corrispondenti ai precedenti ATO. Nel nostro caso, si tratta proprio di quello servito da Acque.

Dunque, non solo si prevede che il modello di gestione *in house* sia quello preferito – e perciò, sussistendone i requisiti, non è dubitabile che una società interamente posseduta (direttamente o indirettamente) da Enti Locali, possa essere eligibile per ottenere l'affidamento diretto, superando la scadenza originaria della concessione (nelle forme da valutare con AIT) – ma è altresì da intendersi pacifico che Acque Spa, una volta "ripublicizzata", possa ottenere

l'affidamento "*stand alone*" per un numero di anni significativamente superiore alla scadenza della attuale concessione.

Il che rappresenta il vero *driver* della poderosa creazione di valore che ci si può aspettare, solo che si consideri di poter proiettare per ulteriori venti anni gli andamenti economici e finanziari osservabili alla luce sia dei bilanci già chiusi che del piano industriale di Acque.

E' sulla base di questi presupposti, fattuali e giuridici, che si apre concretamente la possibilità di accompagnare il processo di ripubblicizzazione (i.e. di riacquisto della quota privata di Acque) con il varo di un nuovo affidamento diretto *in house* ad Acque SpA della durata di 30 anni (i dieci della concessione originaria più altri venti).

L'affidamento diretto del servizio idrico integrato è infatti consentito dalla normativa vigente solo nel caso della scelta della forma di esercizio *in house*, che nel caso del servizio idrico integrato ha come condizione necessaria la proprietà pubblica integrale. Il limite temporale dell'affidamento è fissato dalla normativa vigente in 30 anni.

La ripubblicizzazione di Acque e la successiva trasformazione *in house*, adeguandone di conseguenza lo statuto e gli assetti di governo, consentirà in tempi ravvicinati di interloquire positivamente con AIT per un affidamento *in house* anticipato rispetto alla scadenza originaria. Qualora ciò avvenisse (ipotesi concreta) entro il 2022, la nuova concessione di Acque avrebbe scadenza nel 2052, con evidente e notevolissima rivalutazione del fondamentale *asset* della società.

Vale la pena di sottolineare che sul versante degli investimenti questo consentirebbe di includere da subito anche la potenziale spinta derivante dagli interventi finanziati dal PNRR in attuazione di *Next Gen EU*, si trarrebbe beneficio anche dalla possibilità di far leva su una politica monetaria particolarmente accomodante e sulla maggiore facilità di accesso al mercato del debito e dei capitali. Il nuovo piano trentennale potrà così prevedere gli investimenti strategici che con l'attuale concessione non riescono a trovare risposta entro il 2031 (interconnessione delle reti a livello regionale, le

sostituzioni massive delle vecchie condutture con particolare riferimento a quelle contenenti amianto, gli interventi di sostegno alle politiche di difesa contro il dissesto idrogeologico, l'ampliamento del perimetro con Acque Toscane e forse Lucca, un sostegno alla digitalizzazione spinta, gli interventi di *smart metering*, nuovi sistemi di trattamento dei fanghi di depurazione). Lo sviluppo tariffario, inoltre, potrà mantenersi su livelli di crescita socialmente ancora più sostenibili.

Il piano degli investimenti sarà accompagnato da una capacità di finanziamento di gran lunga maggiore e a migliori condizioni, a partire dal rifinanziamento dell'attuale contratto *corporate* con scadenza 2023.

Al di là di queste considerazioni vale aggiungere che, per quanto riguarda più direttamente l'impatto, in termini di creazione di valore, sulle società che controllano Acque Spa – e che a seguito dell'acquisizione della partecipazione del *Partner Privato* la controlleranno per la quasi totalità – fermo restando che tale impatto sarà possibile calcolarlo con esattezza alla luce del nuovo piano industriale della società *in house*, che tenga conto dei *drivers* appena citati, si può intanto ragionare sui seguenti dati.

Considerando per il momento (vale ripetere l'ovvia la considerazione che delle puntuali dinamiche economiche e finanziarie e dei connessi profili di evoluzione patrimoniale della società *in house* sarà possibile disporre solo all'esito della redazione ed approvazione del nuovo piano industriale) che gli *economics* generati negli ulteriori 20 anni della "riconcessione" siano una "*proxy*" di quanto è attualmente previsto dal piano di Acque nel periodo 2021-2031.

Partendo da questa elementare assunzione, si può considerare che i dati estratti dal vigente piano industriale di Acque (Allegato 3) indicano, per il periodo citato, i seguenti *key factors* :

- Investimenti cumulati euro 797 mls c.ca
- EBIDA cumulato euro 1,368 bls c.ca
- Flusso di cassa cumulato post investimenti 410 mls c.ca
- Distribuzione di dividendi 76 mls c.ca
- PFN alla fine dell'arco piano positiva per 88 mls c.ca
- *Terminal Value* alla fine dell'arco piano 155 mls c.ca

Il tutto dopo aver rimborsato il finanziamento di 200 milioni

Questi indicatori consentono di concludere che :

- i. L'operazione di acquisizione della partecipazione del *Partner Privato* è sostenibile, in termini di flussi di cassa generati dalla stessa Acque, posto che l'*acquisition debt* (in disparte la forma attualmente in discussione e di cui più in profondità vedi *infra*) trova la sua fonte di rimborso nei flussi di cassa dalla stessa generati
- ii. La proiezione degli *economics* testè riassunti per ulteriori 20 anni, è facilmente traducibile in una certa e significativa creazione di valore che va ben oltre il costo del debito contratto per finanziare l'acquisizione di una quota pari al 45% del capitale di Acque, posto che tale debito è commisurato al prezzo di acquisizione delle azioni, a sua volta basato sul valore corrente di Acque Spa considerando il termine della concessione al 31.12.2031.

Per riassumere, laddove si consideri (posto che al momento non si può ragionare in maniera diversa) che l'estensione del termine della concessione per ulteriori vent'anni possa comportare una proiezione degli andamenti attualmente previsti (e a tale proposito è significativo aggiungere che gli andamenti consuntivi finora registrati dalla società non registrano significativi scostamenti rispetto alle previsioni di piano), non vi è chi non veda un concreto e misurabile accrescimento di valore, in termini di produzione di risultati economici e di generazione di cassa. Oltre ad un più che cospicuo rafforzamento della capacità di investimento per un periodo di tempo molto lungo.

Come è stato infatti illustrato dal Liquidatore in occasione dell'assemblea del 19 luglio 2021, il cui verbale riporta :

“15. con riferimento alla convenienza a concludere l'Acquisizione, si segnala che la stessa consentirà di (i) superare l'attuale situazione di contrasto con il socio privato di Acque che è di grave detrimento per Acque e per la gestione del servizio alla stessa affidato, (ii) consolidare la partecipazione dei soci pubblici in Acque,

rafforzando così il controllo pubblico nella stessa; nonché (iii) conseguire una migliore unitarietà di azione, indirizzo e strategia nella gestione del servizio di cui Acque è affidataria e consentire un miglior perseguimento delle finalità di interesse pubblico. Di contro, si prevede che l'uscita del partner privato da Acque non avrà impatti negativi sulla operatività della stessa e del servizio reso, stante il fatto che negli anni Acque ha già sviluppato un elevato livello di autonomia sul piano gestionale, tecnico, commerciale e amministrativo rispetto all'iniziale apporto del socio privato. Inoltre, l'Acquisizione sarà finanziata mediante la concessione di un finanziamento (o altra forma di reperimento di risorse finanziarie) che assumerà direttamente NewCo, così da evitare ai soci pubblici (compresa la Società) (a) l'assunzione di indebitamento finanziario a loro carico, (b) l'insorgenza della necessità di attingere a risorse proprie o ad altre forme di finanza pubblica".

Quanto sinora illustrato, a ben vedere, declina in termini più che tangibili i principi di efficienza, efficacia ed economicità che connotano l'operazione in argomento.

Quanto alla sostenibilità, si è accennato, si rinvia ad un apposito paragrafo che illustra la struttura dell'operazione e i possibili termini economici e finanziari della stessa.

4. Profili legali connessi al TUSP (D.lgs 175/2016) ed allo stato di liquidazione di taluni Soci Pubblici

Come noto il D.lgs 175/2016 detta alcune disposizioni in materia di società partecipate da Enti Pubblici. Sotto questo primo profilo, i principali temi che vengono in evidenza con il progetto in esame sono stati trattati nel già citato parere dei Proff. Portale e Greco (Allegato 4), che esamina *funditus* le condizioni e le limitazioni connesse alla costituzione di nuove società (tale è la Newco da costituire da parte dei Soci Pubblici per l'acquisizione delle partecipazioni in Acque detenute da Abab ed in cui vengono conferite le partecipazioni già dai primi detenuti, fino a consentire alla Newco di avere il controllo del 100% del capitale sociale di Acque o comunque una percentuale di partecipazione molto prossima alla totalità).

Nel rimandare alla estesa trattazione svolta nel parere allegato, giova in ogni caso ricordare che :

- i. per “partecipazione indiretta”, ai sensi dell’art. 2, comma 1, lett. g) del D.lgs 175/2016 s’intende (solo) *“la partecipazione in una società detenuta da un’amministrazione pubblica per il tramite di una società o altri organismi soggetti a controllo da parte della medesima Amministrazione pubblica”*. Conseguentemente ricadono in tale fattispecie, con i connessi obblighi – in particolare quelli di cui agli art. 4, 5, 7 e 8 - i soli Soci Pubblici che sono controllati da una singola Amministrazione. Situazione che, come si è detto, evidentemente ricorre per GEA s.r.l. rispetto all’ente controllante Comune di Pisa;
- ii. laddove non ricorra alcuna situazione di controllo da parte di una singola Amministrazione ai sensi dell’art. 2359 del codice civile, ovvero di controllo congiunto fra più Amministrazioni (a mezzo di norme di legge o statutarie o patti parasociali) la società non è in controllo pubblico ai sensi dell’art. 2, comma 1, lett. b) ed m) del D.lgs 175/2016. Conseguentemente non sono applicabili tutte le norme del TUSP che regolano tali tipi di società
- iii. nel caso in cui si rendano applicabili le disposizioni dettate in materia di partecipazione indiretta ai sensi di quanto indicato *sub i.*, l’esercizio dell’opzione di acquisto (per i soli Soci Pubblici che ricadono in detta fattispecie) è soggetta alla condizione legale che la rende efficace al verificarsi delle condizioni di Legge. A tale proposito si veda anche, oltre al parere, la lettera di esercizio dell’opzione di acquisto da parte dei Soci Pubblici, che riporta espressamente tale condizione legale (Allegato 1).

Per quanto attiene al (diverso e non sovrapponibile) profilo dello stato di liquidazione in cui versano attualmente alcuni Soci Pubblici (fra i quali GEA s.r.l.) la questione è stata del pari esaminata nella nota legale redatta dal Prof. Vincenzo Pinto di Pisa, unitamente allo studio Bonelli Errede di Milano (Allegato 5), alla cui lettura rimandiamo per non appesantire oltre il necessario le presenti note. Facendo altresì presente che tutte le informazioni rilevanti sullo stato della

liquidazione sono periodicamente fornite alle Amministrazioni socie e che, per quanto possa essere utile in questa sede, i tempi di realizzazione dell'operazione sono del tutto compatibili con i tempi che possono essere prospettati per la chiusura della liquidazione.

Quanto sopra è riassumibile anche in quanto indicato nella relazione presentata dal Liquidatore in occasione dell'assemblea del 19 luglio 2021, il cui verbale così riporta sul tema in commento:

“14. L'operazione di Acquisizione non si pone in contrasto, anzi risulta del tutto coerente con il possibile percorso di trasformazione del regime di affidamento del servizio idrico integrato in regime di “in house providing”, in linea con l'indirizzo già espresso anche nell'ambito della delibera n. 28/2018 del 16 novembre 2018 dell'Assemblea dell'Autorità Idrica Toscana. Inoltre, tale operazione non si pone neppure in contrasto con lo stato di liquidazione della Società, in quanto:

- *la liquidazione della Società non è in alcun modo associata ad una situazione di difficoltà economico-finanziaria; al contrario, la società gode di ottima salute (la sola liquidità esistente in cassa al 31.12.2020 consente già, al netto dei restanti elementi dell'attivo, di estinguere le passività sociali) e la procedura di liquidazione è stata deliberata in applicazione delle previsioni del Decreto Legislativo n. 175/2016 in materia di razionalizzazione delle partecipazioni pubbliche;*
- *l'attività di liquidazione richiederà ancora - per poter essere completata - i tempi tecnici necessari alla dismissione del patrimonio della Società e alle ulteriori attività liquidatorie;*
- *a fronte di questo, l'operazione di Acquisizione si presenta come un'opportunità per incrementare la propria partecipazione in Acque e, di conseguenza, poterla valorizzare meglio in un'ottica di liquidazione;*
- *l'operazione di Acquisizione risulta inoltre compatibile con criterio di liquidazione, stabilito ai sensi dell'art. 2487, comma 1, lett. c), c.c. dalla delibera di scioglimento e di nomina del liquidatore assunta dall'assemblea in data 19 maggio 2011, che prescrive che «le operazioni di liquidazione dovranno essere effettuate preferibilmente mediante assegnazione delle attività sociali ai soci». Infatti, un siffatto criterio ben*

può essere soddisfatto mediante l'assegnazione delle azioni che, all'esito dell'operazione di Acquisizione, GEA s.r.l. andrà a detenere in Newco (destinata a controllare totalitariamente Acque s.p.a.)".

5. Tempistica dell'operazione e struttura della stessa

5.1 La tempistica dell'operazione e gli atti da compere

Come si è visto, a seguito della deliberazione dell'assemblea dei soci di Cerbaie Spa del 21 luglio 2021 e a seguito di analoga delibera da parte di tutti i Soci Pubblici di Acque Spa (comprese le Amministrazioni Comunali di Chiesina Uzzanese e di Crespina Lorenzana), i Soci Pubblici hanno congiuntamente firmato e dipoi inviato ad Abab, a termini del Patto parasociale, la comunicazione per l'”Esercizio dell'opzione di acquisto avente ad oggetto l'intera partecipazione di ABAB S.p.A. in Acque S.p.A.” Allegato 1.

In essa si precisa, *inter alia* :

- i. che l'opzione di acquisto è esercitata, sulla base della perizia di stima predisposta dal Prof. Maurizio Dallochio (di cui *infra*), al Prezzo di euro 85 milioni
- ii. l'indicazione, quale terzo acquirente, di una società di nuova costituzione (la Newco) interamente partecipata dai Soci Pubblici
- iii. l'invito, sempre a termini del patto parasociale, a presentarsi presso lo studio del Notaio designato, per dare corso alla compravendita delle azioni per le quali è stata esercitata l'opzione di acquisto
- iv. l'apposizione della citata condizione legale per taluno dei Soci Pubblici ai quali risultano applicabili le disposizioni di cui agli art. 7 e 8 del D.lgs 175/2016 (secondo quanto indicato *sub* par. 4 delle presenti note), con la precisazione che, laddove tale condizione non si verificasse, per tutti o taluno di essi, l'opzione di acquisto rimane valida per I restanti Soci Pubblici

In termini pratici, è utile riassumere che il valore indicato quale prezzo di acquisto delle azioni, pari ad euro 85 milioni, è stato ricavato seguendo le

indicazioni di cui alla *comfort letter* del Prof. Maurizio Dallochio (Allegato 6) e la data indicata per il *closing* (21 settembre 2021) deriva dalla disposizione pattizia (art. 9, comma 3, come richiamato dall'articolo 14, comma 4, Allegato 7) che dispone doversi dare luogo al trasferimento delle azioni per le quali è stata esercitata l'opzione di acquisto entro i 60 giorni successivi dalla comunicazione dell'esercizio stesso (*i.e.* 21 luglio 2021).

Va poi doverosamente aggiunto che il prezzo offerto, sia pure ritenuto congruo dal valutatore incaricato, si colloca su valori intermedi rispetto ai risultati ottenibili adoperando diversi modelli di valutazione. Talchè è possibile, se non anche probabile, che Abab abbia aspettative diverse. In questo caso, ai sensi delle richiamate disposizioni pattizie (art. 9.3) è facoltà del soggetto onerato di contestare il prezzo offerto in acquisto. Per cui, all'esito della (più che probabile) contestazione sul prezzo, si possono dare due casi: o le due parti si accordano, oppure la determinazione del prezzo è rimessa alla decisione di un terzo arbitratore nominato di comune accordo fra le parti ovvero, in mancanza di accordo, dal Presidente del Tribunale di Firenze. Nel primo caso l'operazione di acquisto avverrà nei tempi necessari per addivenire ad un accordo. Nel secondo caso l'arbitratore ha 90 giorni di tempo per determinare il prezzo e l'acquisto delle azioni deve avvenire nei 60 giorni successivi a detta determinazione. Per questi motivi, laddove (come pare probabile) l'operazione di acquisto non si dovesse perfezionare alla data indicata del 21 settembre, si dovrà attendere un tempo non esattamente determinabile (al di là del fatto che le parti possono comunque accordarsi sui tempi, esistono comunque dei "tempi morti" della procedura, dovuti alle interlocuzioni, comunque necessarie, fra le parti, per la nomina dell'arbitratore – il quale peraltro potrebbe richiedere ulteriore tempo non essendo il termine indicato perentorio – ecc.) ma sin da ora presumibilmente individuabile in non meno di 180 giorni dalla data del 21 settembre 2021.

In questo frattempo è comunque necessario addivenire alla costituzione della Newco entro un termine comunque compatibile con la data indicata per il trasferimento delle azioni e, perciò, non dopo il 20 settembre 2021 ed alla firma del patto parasociale fra i Soci Pubblici. Il tutto secondo la documentazione che è

già stata fornita e che per pronto riscontro si allega nuovamente alle presenti note (Allegati 8 e 9).

Sempre nelle more dell'esecuzione dell'operazione i Soci Pubblici invieranno una comunicazione all'AIT – con la quale sono già in corso le interlocuzioni – per informarla dell'operazione ed avviare il percorso della “riconcessione” alla società che, all'esito della stessa, sarà eligibile per l'affidamento *in house* della gestione del s.i.i..

5.2 La struttura dell'operazione

Come già diffusamente descritto, l'acquisto delle azioni di Abab avverrà per il tramite di una Newco interamente partecipata dai Soci Pubblici, sotto la forma di società per azioni (per i motivi che vengono di seguito chiariti) e regolata da uno statuto conforme a quello in Allegato 8 e da patti parasociali conformi a quelli in Allegato 9, salvo le eventuali modifiche non sostanziali che si rendessero necessarie fermo restando il rispetto del dettato normativo

Nella stessa dovranno essere conferite le partecipazioni attualmente possedute da tutti i Soci Pubblici (o al limite la maggioranza delle stesse) in maniera tale da:

- i. fare sì che vi sia unità di direzione e di coordinamento dell'intera partecipazione
- ii. la Newco possa avere la possibilità di disporre di un flusso di dividendi tale che possa fare fronte al servizio del debito contratto per la quota interessi (si vedano comunque le successive precisazioni sulle possibili forme di finanziamento dell'operazione, in quanto non è detto che la stessa sia finanziata da strumenti di debito) e ai costi dell'operazione.

A seguito dell'acquisizione dell'intero capitale di Acque, la Newco si dovrà fondere per incorporazione nella prima, con una operazione c.d. di “*reverse merger*”. Infatti la Newco, nell'ottica del progetto quivi descritto, non è che un semplice mezzo tecnico adoperato per l'acquisto ed il finanziamento delle azioni; di talchè non si ravvisa alcun bisogno di disporre di una struttura societaria permanente deputata all'esercizio di una attività di *holding* di partecipazioni né di una effettiva durata della Newco che vada oltre l'obiettivo sopra descritto. Ed è perciò necessaria - tale dunque da renderla “strettamente indispensabile” anche ai sensi dell'art. 4 D.lgs 175/2016 - nella fase iniziale dell'operazione,

considerando il non eludibile limite, che i soggetti interessati a finanziarla (qualsiasi sia la forma prescelta) pretendono – come pre requisito e *inter alia* rispetto ad altri limiti e garanzie attualmente in fase di negoziazione con vari soggetti (di cui infra) – di finanziare un soggetto che, per i motivi prima accennati, abbia la disponibilità dell'intera partecipazione (o almeno di un'ampia maggioranza della stessa). La Newco deve intendersi strumento di carattere transitorio proprio perché una struttura di partecipazione “intermediata” attraverso un (ulteriore) soggetto finisce, a tacere di possibili ridondanze nei processi di *governance* (per non dire dei costi, che potrebbero comunque essere considerati sostenibili, ma se non sono realmente utili tanto vale risparmiarli), per essere considerata finanziariamente inefficiente. Per l'assorbente motivo che, di fatto, il ripagamento dell'intera operazione poggia sui flussi di cassa generati da Acque; ed è dunque facilmente intuibile come sia altamente desiderabile avvicinare i flussi di cassa al servizio del debito. Assunzione dimostrabile anche alla luce del fatto che i costi di un~~a~~ finanziamento per l'acquisizione della partecipazione in capo alla Newco sono significativamente superiori rispetto ad un finanziamento – della stessa entità – che viene (verrà) concesso alla controllata Acque in sostituzione dell' “*acquisition debt*”. Circostanza peraltro confermata dall'*advisor* finanziario all'uopo nominato. Considerazioni non dissimili valgono anche nel caso in cui l'acquisizione della partecipazione avvenga con l'emissione di strumenti di capitale (strumenti finanziari partecipativi), che non vanno rimborsati – salvo una eventuale riscatto attraverso un reciproco meccanismo di opzioni di vendita e acquisto (c.c. *put and call*) dopo un periodo di tempo significativamente lungo (in ipotesi 10 anni) – ma sono per taluni versi assimilabili al capitale. Avendo l'effetto di costituire una posta di patrimonio netto e dando perciò luogo a diritti patrimoniali del tutto simili a quelli che avrebbe un socio di capitale che non abbia, al contrario di quanto succede adesso con il *partner* privato, significativi diritti anche in termini di gestione e governo della società.

La struttura della stessa contempla dunque i seguenti passaggi :

- i. costituzione della Newco
- ii. conferimento in Newco delle partecipazioni in Acque detenute dai Soci Pubblici
- iii. acquisto delle azioni di Acque possedute da Abab con mezzi finanziari costituiti da strumenti di debito e/o di capitale
- iv. *reverse merger* di Newco in Acque

L'intero processo, si aggiunge ancora una volta, si completa in tempi assolutamente compatibili con quanto è possibile prospettare per il termine della liquidazione di Gea. Sempre ammesso che tale esito sia dai soci ritenuto ancora funzionale con i nuovi e diversi assetti che l'operazione in commento è destinata a determinare. Ma questo, lo si ripete, è un tema totalmente devoluto alle future decisioni delle Amministrazioni Pubbliche socie.

All'esito di tale esame da parte delle Amministrazioni Pubbliche e delle conseguenti determinazioni assunte, sarà pertanto possibile indicare anche gli effetti sul piano di razionalizzazione delle partecipate adottato da ciascuna di esse.

Si aggiunga, per completezza, che anche considerando il disposto dell'ultimo capoverso del comma 5 dell'art. 4 del D.lgs 175/2016 (che si assume in ogni caso che non ponga problemi, sia per la transitorietà della permanenza della Newco e della sua funzione strumentale, a mente delle considerazioni sopra spese, sia perché le limitazioni imposte dalla normativa ~~dovrebbero~~ appaiono comunque interessare il solo caso delle partecipazioni indirette, come sopra definite) il disfavore mostrato da certa giurisprudenza amministrativa (cfr. recentemente Corte dei Conti – Sezione Regionale di Controllo per la Liguria Deliberazione n. 23/2021/VR ove è stato esaminato, *inter alia*, il caso di una *holding* costituita da una singola amministrazione destinata alla gestione di un'unica partecipazione, sia pure rilevante) è a ben vedere limitato a talune fattispecie nelle quali sia dato ravvisare una sorta di abuso della struttura societaria senza che siano presenti concrete ragioni e presupposti di convenienza (sussistenti nel progetto in oggetto) che possano giustificare la presenza.

6. Il finanziamento dell'operazione e le relative modalità e condizioni

Come sopra accennato, i Soci Pubblici sono stati assistiti, oltre che dal *pool* di consulenti legali già citato, da un *advisor* finanziario, individuato in ragione della competenza e della esperienza maturata in operazioni simili e considerando l'indipendenza dello stesso rispetto ai soggetti ed alle istituzioni finanziarie potenzialmente interessate (anche indirettamente) all'operazione.

Arcus Financial Advisors ha dunque agito per conto e nell'interesse dei Soci Pubblici in tutte le attività propedeutiche, prima, e direttamente finalizzate, dopo, fra le quali :

- i. l'analisi dell'operazione e delle relative dinamiche economiche e finanziarie (compresa l'analisi del piano industriale di Acque)
- ii. l'analisi del quadro regolamentare di riferimento, couduvata allo scopo sia dagli *advisors* legali che da esperti del settore
- iii. l'analisi e la determinazione dei fabbisogni finanziari dell'operazione e la verifica della congruenza e compatibilità di questi con le dinamiche economiche e finanziarie
- iv. la predisposizione di un *set* documentale informativo e la selezione di un esteso *panel* di soggetti potenzialmente interessati all'operazione, previa sottoscrizione di un NDA
- v. il sondaggio del mercato e la raccolta delle manifestazioni di interesse da parte di soggetti, anche internazionali, altamente qualificati e l'interlocuzione con questi, di concerto con i Soci Pubblici, al fine di rispondere alle domande ed agli approfondimenti richiesti (che, per inciso, sono stati numerosissimi)
- vi. l'individuazione delle condizioni alle quali taluno dei soggetti interessati potrebbe essere disposto a finanziare l'operazione
- vii. la presentazione ai Soci Pubblici delle manifestazioni di interesse che si ritengono concretamente attivabili e compatibili con il quadro in esame
- viii. la predisposizione degli scenari economici e finanziari che si prospettano alla luce delle condizioni alle quali, previo esperimento di

tutte le attività sopra sinteticamente illustrate, l'operazione può avere luogo

In esito alle attività compiute, sempre in contatto con i Soci Pubblici, sono state individuate due differenti modalità di finanziamento dell'operazione.

6.1 Finanziamento sotto forma di prestito obbligazionario

La prima consistente in un finanziamento, sotto forma di prestito obbligazionario (o similare). In particolare, una di queste manifestazioni di interesse consiste in due distinti *step*; il primo dei quali è indirizzato a finanziare la Newco direttamente per l'acquisto delle partecipazioni di Abab (c.d. "*acquisition debt*"), alle condizioni di mercato richieste per operazioni di tale genere. Il secondo prevede, all'esito della fusione di Newco in Acque (alla stregua delle considerazioni già in precedenza spese) il rifinanziamento complessivo di Acque, comprendendo sia il riassorbimento dell' *acquisition debt* ed i costi dell'operazione, sia il debito residuo di Acque in scadenza nel 2023, per un totale di circa 300 milioni di euro.

E' da tenere presente che tutti i potenziali finanziatori dell'operazione, richiedono che venga costituito un pegno sulle azioni di Newco da parte dei Soci Pubblici, della specie c.d. "difensiva", ovvero che non impatta sulle prerogative amministrative e di governo della società controllata (Acque Spa) e può essere azionato soltanto nel caso in cui Newco non sia in grado di ripagare il debito, fermo restando il fatto che la partecipazione non può essere alienata a chicchessia, data la natura della società.

Una garanzia di tale natura, pertanto, oltre ad essere connaturata alle operazioni di tale portata, non comporta alcun impegno diretto delle Amministrazioni Pubbliche, ma è concesso direttamente dai Soci Pubblici a favore del finanziatore e a servizio dell'operazione.

Come indicato dal Liquidatore nel verbale di assemblea del 19 luglio 2021, infatti :

“19. Con riferimento alla convenienza a costituire il Pegno NewCo a garanzia del citato potenziale finanziamento di NewCo, come anticipato, la costituzione di tale pegno ha la funzione di aumentare il merito creditizio di NewCo e, quindi, di favorire la finanziabilità dell’operazione, come da prassi in questa tipologia di operazioni. A miglior chiarimento, il Pegno NewCo avrà una funzione meramente difensiva. In particolare, tra gli altri, salva l’ipotesi di escussione, in nessun caso prevedrà il passaggio dei diritti amministrativi ed economici in capo al creditore pignoratizio, così da assicurare che i poteri di indirizzo e controllo permangano sempre in capo ai soci pubblici e l’eventuale trasferimento e/o escussione del diritto di pegno potranno avvenire solo entro i limiti statutari di NewCo e compatibilmente con la propria natura di società a partecipazione pubblica (diretta o indiretta) per la sua intera durata. Inoltre, il Pegno NewCo di per sé non implica assunzione di indebitamento né impegni a titolo di garanzia personale a carico dei soci pubblici”.

Pertanto, considerando anche quanto è stato illustrato *sub par.* 4 delle presenti note, non si vede come la costituzione in pegno delle azioni di Newco (peraltro temporaneo, nel senso che verrà senz’altro estinto ad avvenuta fusione in Acque) possa contrastare con le disposizioni dettate in tema di partecipazioni pubbliche, anche avuto riguardo alla giurisprudenza in materia. Per completezza si riporta che, per fronteggiare il caso estremo che i dividendi distribuibili da Acque non siano in grado di fare fronte al pagamento degli interessi, viene richiesto anche che i Soci Pubblici dovrebbero farsi carico di eventuali *shortfall*, nella misura massima di complessivi euro 10 milioni, ferma restando l’impossibilità di distribuzione di dividendi ai Soci Pubblici fino a quando il debito (anche per effetto del riassorbimento di cui al paragrafo precedente) non sia riassorbito. Gli impegni relativi al caso di *shortfall* verrebbero comunque meno con la prevista fusione di Newco in Acque e sarebbero quindi meramente temporanei.

Va infine considerato, come è già stato accennato, che la natura e la destinazione del finanziamento fa sì che le relative condizioni economiche siano apprezzabilmente più onerose del finanziamento *corporate* mediante il quale il primo viene riassorbito. Il che, si è detto, è anche uno dei motivi che militano a favore del fatto che la funzione di Newco sia soltanto strumentale e temporanea.

6.2 Finanziamento attraverso l’emissione di Strumenti Finanziari Partecipativi

L'altra possibile forma di finanziamento dell'operazione è attraverso strumenti di capitale e non di debito, ovvero mediante l'emissione di strumenti finanziari partecipativi, ai sensi dell'art. 2346 c.c.

In questo secondo caso il finanziamento dell'operazione è assicurato mediante la sottoscrizione degli SFP emessi da Newco, che non sono considerati alla stregua di un debito ma di una posta di patrimonio netto, a motivo del fatto che non generano né interessi né obblighi di restituzione. Sotto quest'ultimo profilo, è tuttavia possibile prevedere che, trascorso un determinato periodo di tempo (in ipotesi di dieci anni) sia l'emittente che il sottoscrittore abbiano un diritto, attraverso un meccanismo di opzioni incrociate (c.d. *put and call*) rispettivamente di estinguere o di incassare il valore nominale degli SFP. Questa seconda modalità di finanziamento, è agevole comprenderlo, non ha alcun impatto né sui dati economici né su quelli finanziari di Acque – e, per trasparenza, neppure su quelli di Newco per il periodo in cui resterà in vita – in quanto la posizione del sottoscrittore, ai fini dei diritti patrimoniali, è esattamente uguale a quella che avrebbe un socio portatore di azioni della società. Mentre le prerogative di governo, che si limitano esclusivamente alla indicazione di alcuno dei componenti degli organi di amministrazione e controllo - a fini di garanzia dell'investimento e non di ingerenza nella gestione – ed alla condivisione di talune scelte di natura strategica sono sicuramente meno estese di quanto non siano quelle dell'attuale *partner* privato. Perché sono dettate dalla esigenza di avere un presidio sull'investimento e non dalla volontà di incidere sulla gestione e amministrazione della società.

Per essere ancora più precisi, il sottoscrittore degli SFP avrà come remunerazione dell'investimento la distribuzione degli utili, se ed in quanto vengano distribuiti, al pari degli altri Soci Pubblici e nella misura del 45%.

Successivamente alla fusione di Newco in Acque, gli strumenti finanziari partecipativi emessi dalla Newco verrebbero automaticamente sostituiti da strumenti emessi dalla stessa Acque, aventi le stesse identiche condizioni dei primi come testè riepilogate. Ancora una volta si richiama perciò l'attenzione sull'interesse, anche da parte del sottoscrittore degli SFP, acciocchè la Newco

rimanga in vita per il tempo strettamente necessario a concludere l'operazione e si possa pervenire alla sua estinzione, tramite la fusione in Acque, nel più breve tempo possibile.

Bisogna infine considerare, ed è uno dei principali motivi per i quali, di concerto con gli *advisors* legali, è stata preferita la forma di società per azioni piuttosto che quella di società a responsabilità limitata (un altro motivo, legato alla modalità di finanziamento alternativa illustrata in precedenza, è che vi sono ragioni tecniche relative alla costituzione del pegno sulle partecipazioni in Newco che rendono più agevole e meno onerosa la garanzia pignoratizia sulle azioni piuttosto che sulle quote, oltre al maggior gradimento da parte dei finanziatori per una società per azioni piuttosto che per una società a responsabilità limitata) che l'emissione di strumenti finanziari partecipativi è possibile soltanto adottando il primo tipo di società.

Per quanto sopra esposto, anche l'acquisizione del finanziamento attraverso l'emissione di SFP risulta non contrastare con le disposizioni dettate in tema di partecipazioni pubbliche.

7. La convenienza economica e la sostenibilità finanziaria dell'operazione

Considerando quanto è stato sinora esposto, l'*advisor* finanziario ha simulato due diversi scenari, che dimostrano la sostenibilità finanziaria e la convenienza economica dell'operazione ai sensi dell'art. 4, comma 1, del d.lgs. 175/2016, in entrambe le ipotesi considerate (finanziamento obbligazionario ed SFP), secondo le condizioni raccolte sul mercato a seguito delle attività svolte, così come riassunte al precedente par. 6.

In particolare, nel rimandare all'esame degli allegati 10 e 11 (che rispettivamente simulano lo scenario secondo la struttura "finanziamento" e lo scenario secondo la struttura "strumenti finanziari partecipativi") si nota come in entrambi i casi l'investimento sia sostenibile. In particolare, nella struttura "strumenti finanziari partecipativi" le dinamiche economiche e finanziarie di Newco (e successivamente di Acque) non solo risultano in equilibrio ma non subiscono alcuna variazione rispetto a quelle previste secondo il piano di Acque attualmente approvato

compreso, per completezza, la previsione del rifinanziamento del debito di Acque in scadenza nel 2023, ipotizzando che questo avvenga alle condizioni di mercato attualmente osservabili. Nel diverso caso del finanziamento la situazione è ovviamente più complessa perché bisogna, in un primo momento, considerare l'impatto sulla Newco fino al momento della fusione (ipotizzata nel 2023), in modo tale da valutare che durante il periodo *stand alone* permangano condizioni di equilibrio e di sostenibilità, secondo le condizioni date. In un secondo momento, a fusione avvenuta, il debito verrebbe assunto da Acque (che dovrebbe anche rifinanziare, come nell'altro caso, il proprio debito *corporate* in scadenza, così come anche riassunto nel paragrafo precedente). In particolare, ferma la sostenibilità del debito, non vi è alcun impatto né sulla capacità di investimento, né sulla redditività operativa di Acque e nemmeno (ovviamente) sul *terminal value*. Mentre è prevista una capacità di erogazione di dividendi per un importo cumulato in arco piano di 55,4 milioni di euro e una posizione finanziaria netta a fine periodo quasi azzerata (negativa per circa 10 milioni di euro).

Vale però, a questo punto, richiamare ancora una volta l'attenzione sul fatto che - come già illustrato *sub par. 3* a proposito delle motivazioni e dei razionali di fondo dell'operazione - Acque si ritroverebbe con debiti finanziari praticamente inconsistenti, a fronte di una capacità di investimento e di produzione di redditi operativi e di *cash flow* che - a seguito della "riconcessione" - debbono essere proiettati (*coeteris paribus*; il ché, sappiamo, non è perché nel frattempo sarà stato approvato un nuovo piano industriale anche da AIT) per ulteriori 20 anni.

E tutto questo con una società interamente partecipata dai Soci Pubblici.

Nel caso della struttura dell'operazione secondo gli strumenti finanziari partecipativi, va appena aggiunto per mero confronto, la struttura finanziaria della società si presenta a fine periodo più robusta (posizione finanziaria netta positiva per 97,6 milioni di euro) ed aumenta anche la capacità di distribuzione dei dividendi (69,7 milioni di euro in arco piano) di cui, però, il 45% è di pertinenza dei portatori di strumenti finanziari partecipativi.

Il secondo schema si presenta pertanto più prudente – in termini di impatti finanziari e di costi da sostenere – e mantiene comunque una discreta capacità di

remunerazione in termini di distribuzione di dividendi (38,3 milioni di euro in arco piano di spettanza dei Soci Pubblici).

Infine, non è affatto da sottovalutare – anche e soprattutto per quanto concerne le possibili evoluzioni future della società – che la presenza di un *partner* di capitale di primario *standing*, altamente qualificato ed esperto di investimenti di tale genere (tale sarebbe il sottoscrittore degli SFP) oltre a comportare una struttura patrimoniale più robusta rispetto ad una acquisizione a debito, rafforza certamente sia la *governance* che il profilo reputazionale di Acque.

8. Lo statuto e il patto parasociale di Newco

A parte quanto spiegato *sub* par. 6 a proposito dei motivi per i quali è stato preferita la forma di società per azioni rispetto alla società a responsabilità limitata (a tacere del fatto che i costi di gestione dei due diversi modelli, soprattutto se paragonati agli interessi in gioco, non si prospettano apprezzabilmente distanti) si aggiungono i seguenti commenti.

Considerato tutto quanto è stato finora esposto e argomentato, lo statuto della Newco ed il relativo patto parasociale che sono già stati trasmessi alle Amministrazioni Pubbliche socie e deliberati – sia pure sotto la menzionata condizione legale – dall'assemblea dei soci di GEA s.r.l. del 19 luglio 2021, non paiono in contraddizione con alcuna delle disposizioni dettate in materia di partecipazioni pubbliche, così come anche richiamate in queste note e negli ellagati. Parimenti, l'oggetto sociale ivi contenuto non contrasta né con la natura strumentale della società, né con l'obiettivo – più volte chiaramente sottolineato e argomentato – di mantenerla in vita per il tempo strettamente necessario a completare l'operazione e a fonderla per incorporazione in Acque.

Vi potranno essere, al più, alcune modifiche di carattere non sostanziale – anche in base a quanto eventualmente indicato dagli altri Soci Pubblici che partecipano all'operazione – per il cui recepimento il Liquidatore è stato peraltro già autorizzato dalla predetta assemblea del 19 luglio 2021.

9. Modalità di prosecuzione e completamento della liquidazione di GEA

In merito allo sviluppo della liquidazione restano ancora da assegnare ai soci le azioni di Acque S.p.A. e da monetizzare i cespiti immobiliari rappresentati dalla “ex Centrale idrica di Filettole” nel Comune di Vecchiano, dall’area “ex Cantiere Nettezza Urbana” in Tirrenia e dall’area in Marina di Pisa (c.d. “Area Porto”). Per quanto attiene alla monetizzazione dei cespiti immobiliari l’Operazione appare ininfluyente.

Per le azioni Acque S.p.A., iscritte in bilancio a euro 10.057.846, fu prevista l’assegnazione ai Soci in forza della delibera assembleare del 14 ottobre 2014; la delibera subordinava l’assegnazione alla sottoscrizione, da parte dei Soci medesimi, di idonei atti di subentro e conferma dei patti parasociali fra gli azionisti di Acque S.p.A., nonché degli obblighi sottoscritti in riferimento al finanziamento concesso nel 2006 ad Acque S.p.A. da DEPFA Bank.

Mutati i rapporti finanziari e le condizioni relative alla governance di Acque S.p.A., l’organo amministrativo di quest’ultima ha autorizzato, nel corso del 2019, senza condizioni il trasferimento delle azioni detenute da Gea a favore dei Comuni Soci. Nello stesso anno sono stati inoltre avviati i negoziati per la ridefinizione dei rapporti fra i soci pubblici e il socio privato di Acque S.p.A. negoziati, durati oltre 18 mesi, che non hanno condotto ad alcuna conclusione condivisa, nonostante siano state formulate varie proposte nel tentativo di giungere a un accordo con il socio privato.

In data 10 maggio 2021, riscontrata l’impossibilità di addivenire a un accordo sul nuovo patto e stante le divergenze e contrasti emersi con ABAB, i soci pubblici di Acque hanno inviato una comunicazione ad ABAB per dare atto della situazione di stallo ai sensi dell’art. 14 del Patto Parasociale, riservandosi l’esercizio delle facoltà previste dal medesimo Patto Parasociale.

La funzionalità dell’operazione al superamento della situazione di stallo venutasi a creare e utilità della stessa sono state in precedenza motivate e sotto il profilo giuridico l’operazione non è incompatibile con la fase di liquidazione della società,

così come risulta dal parere del Prof. Avv. Vincenzo Pinto unitamente allo studio Bonelli Erede di Milano (Allegato 5).

Sotto il profilo patrimoniale e finanziario il sottoscritto può escludere che l'attuazione dell'Operazione, possa generare una situazione di deficit patrimoniale o, comunque, il rischio di non un integrale soddisfacimento dei creditori sociali, considerato, da un lato, che i pur ingenti impegni finanziari necessari ad attuare l'Operazione – per come quest'ultima è stata strutturata - saranno concentrati su Newco (che assumerà in proprio il finanziamento) e, dall'altro, che il conferimento in Newco della partecipazione attualmente detenuta in Acque s.p.a. lascia nell'attivo di Gea Srl valori liquidi in sé idonei a estinguere le passività.

Peraltro l'attuazione dell'Operazione non altera sensibilmente le attuali chances di realizzo della partecipazione in Acque s.p.a. In particolare: (i) l'Operazione non presenta profili di incompatibilità rispetto a un programma di assegnazione in natura degli assets in favore dei soci (opzione, come si è detto, indicata come prioritaria nella delibera di scioglimento volontario di GEA s.r.l.), ben potendo un siffatto interesse essere soddisfatto mediante l'assegnazione delle azioni che, all'esito dell'Operazione GEA s.r.l. andrà a detenere in Newco (destinata a controllare totalitariamente Acque s.p.a.) o direttamente in Acque a seguito della prevista fusione inversa; (ii) la programmata trasformazione di Acque s.p.a. in società *in house* non appare idonea a limitare ulteriormente la possibilità di vendita a terzi della partecipazione, ove solo si consideri che, anche nell'attuale regime di c.d. società mista, il vincolo del mantenimento in mano pubblica della maggioranza del capitale di Acque s.p.a., tipizzato anche negli artt. 6, comma 3 e 7 dello Statuto, già preclude, sia a GEA s.r.l. sia a Cerbaie s.p.a., la possibilità di collocare l'intera partecipazione presso soggetti diversi dagli enti pubblici locali compresi nell'ambito territoriale di erogazione del servizio.

10. La delibera da adottare da parte delle Amministrazioni Pubbliche

Allo scopo di agevolare quelle Amministrazioni che gli advisor legali hanno predisposto un modello di delibera di consiglio comunale, che alleghiamo di nuovo sub Allegato 12. Tale modello di delibera potrà, ovviamente, essere adattato o integrato secondo quanto ogni singola Amministrazione riterrà di fare, eventualmente anche attingendo dalle presenti note e dai relativi allegati.

Restando a disposizione per qualunque ulteriore informazione e precisazione si inviano i più cordiali saluti.

GEA s.r.l. in liquidazione

Luca Cecconi

