

## NOTA LEGALE

**sulla compatibilità con lo stato di liquidazione  
dell'esercizio dell'opzione di acquisto (l'*"Opzione di Acquisto"*)  
ai sensi agli artt. 14 e 9 del patto parasociale sottoscritto in data 13.5.2011  
(il *"Patto Parasociale"*)**

1. Ci è stato richiesto di valutare se la decisione di esercitare l'Opzione di Acquisto della partecipazione azionaria detenuta da ABAB s.p.a. in Acque s.p.a. pari al 45% del capitale sociale (la *"Partecipazione ABAB"*) possa trovare impedimento nello stato di liquidazione in cui versano talune società di capitali facenti parte del gruppo dei Soci Pubblici di Acque s.p.a. e, segnatamente, Cerbaie s.p.a. in liquidazione e GEA s.r.l. in liquidazione.

Preliminarmente, è necessario precisare che il giudizio che andremo ad esprimere ha esclusivamente per oggetto la compatibilità della decisione suindicata con le regole di diritto societario comune in materia di liquidazione delle società di capitali e con le determinazioni assunte, ai sensi dell'art. 2487 c.c., dalle assemblee di Cerbaie s.p.a. e di GEA s.r.l. sui criteri di liquidazione. La nostra valutazione prescinde, invece, da eventuali ulteriori vincoli – a noi non noti – che dovessero derivare da decisioni assunte a monte dai singoli Comuni soci delle predette società nell'ambito dei piani di revisione delle partecipazioni societarie ai sensi

dell'art. 20 D.lgs. n. 175/2016 o delle previgenti disposizioni di analogo tenore<sup>1</sup>.

2. Ai fini suindicati, è opportuno ricordare, sia pure in estrema sintesi, i principali elementi che costituiscono i presupposti fattuali della questione giuridica sottopostaci, così come risultanti dalla documentazione in nostro possesso e dalla nota esplicativa inviataci dal liquidatore di Cerbaie s.p.a. in data 7 luglio 2021:

a) le delibere di scioglimento (volontario) di Cerbaie s.p.a. (delibera del 5.6.2018) e di GEA s.r.l. (delibera del 19.5.2011) non dettano, ai sensi dell'art. 2487 c.c., specifiche regole sull'estensione dei poteri dei liquidatori (limitandosi entrambe a un richiamo alla legge), né vincolano questi ultimi ad attenersi a una predeterminata strategia nella dismissione dell'attivo o nella estinzione del passivo, salvo, quanto alla sola GEA s.r.l., l'indicazione della tendenziale priorità per l'opzione del realizzo degli *assets* sociali tramite assegnazione in natura ai soci (*«le operazioni di liquidazione dovranno essere effettuate preferibilmente mediante assegnazione delle attività sociali ai soci»*);

---

<sup>1</sup> A tale riguardo ci limitiamo a ricordare che la liquidazione, anche là dove essa sia conseguenza del piano di riassetto delle partecipazioni dell'ente pubblico socio, resta disciplinata, sul piano societario, dalle norme di diritto comune di cui agli artt. 2484 ss. c.c. (art. 20, comma 5, secondo periodo, D.lgs. n. 175/2016).

b) nelle intenzioni dei Soci Pubblici, l'acquisto della Partecipazione ABAB, conseguente all'esercizio dell'Opzione di Acquisto, dovrebbe realizzarsi a un prezzo stimato (da esperto qualificato) in circa euro 85 milioni, mediante un'articolata operazione societaria e finanziaria (l'*"Operazione"*): in estrema sintesi, l'acquisto sarà eseguito non direttamente dai Soci Pubblici, ma da una società di nuova costituzione interamente partecipata dai Soci Pubblici (la *"Newco"*), la quale, da un lato, sarà titolare – a seguito di conferimento – dell'intero pacchetto azionario di Acque s.p.a. attualmente detenuto dai Soci Pubblici (pari complessivamente al 55% del capitale sociale) e, dall'altro, acquisirà la Partecipazione ABAB (pari al residuo 45% del capitale sociale) con la provvista finanziaria acquisita mediante un'operazione di finanziamento garantita da pegno da costituirsi sulle azioni di Newco di titolarità dei Soci Pubblici (o mediante l'emissione di strumenti finanziario di debito o di altra natura);

c) secondo quanto ci viene riferito dal liquidatore di Cerbaie s.p.a. (nella citata nota del 7 luglio 2021), l'Operazione è funzionale a ottenere il rilascio in capo ad Acque s.p.a. – una volta attratta interamente nella sfera pubblica e *"trasformata"* in una società *in house* – una nuova concessione del servizio idrico integrato mediante affidamento diretto per la durata massima di trenta anni. Su tale presupposto, il liquidatore evidenzia che: (i) l'Operazione «è sostenibile, in termini di flussi di cassa generati dalla stessa Acque, posto che l'*acquisition debt* (in disparte la forma attualmente in discussione) trova la sua fonte di rimborso nei flussi di cassa dalla

stessa generati»; (ii) «La proiezione degli economics testé 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 Spa, posto che tale debito è commisurato al valore corrente di Acque Spa considerando il termine della concessione al 31.12.2031»<sup>2</sup>;

d) l'esercizio dell'Opzione di Acquisto, prevista dagli artt. 14 e 9 del Patto Parasociale sottoscritto in data 13.5.2011 (e dunque anteriormente all'ingresso di Cerbaie s.p.a. e di GEA s.r.l. nella fase di liquidazione), assolve alla funzione tipica di superare la situazione di stallo nei rapporti con ABAB che ha condotto al fallimento delle trattative finalizzate alla stipula di un nuovo patto parasociale;

e) secondo quanto ci viene rappresentato, non solo Cerbaie s.p.a. e di GEA s.r.l., pur essendo in liquidazione, non versano in una condizione di *deficit* patrimoniale, ma l'attivo, che residuerebbe a seguito del conferimento in Newco delle azioni detenute in Acque s.p.a. nell'ambito

---

<sup>2</sup> Sempre nella nota del 7 luglio 2021, il liquidatore di Cerbaie s.p.a. rappresenta il valore creato mediante l'Operazione con i seguenti indicatori: «Investimenti cumulati euro 797 mls c.ca; EBITDA cumulado euro 1,368 bls c.ca; Flusso di cassa cumulado 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».

dell'Operazione, è idoneo a garantire l'estinzione delle passività sociali e, dunque, l'integrale soddisfacimento dei creditori<sup>3</sup>.

3. Sotto il profilo giuridico, l'attuale assetto dei poteri nelle società di capitali in liquidazione – come modellato dalla riforma del diritto societario del 2003 (D.lgs. n. 6/2003) – eleva a unico criterio idoneo a perimetrare il potere gestorio il parametro dell'*utilità* dell'operazione alle finalità della liquidazione (art. 2489, comma 1, c.c.), con un rilevante ampliamento dell'area di operatività dell'istituto rispetto a sistema delineato nell'originario impianto codicistico.

Da un lato, la soppressione del c.d. divieto di nuove operazioni previsto dal previgente art. 2449 c.c. ha fatto cadere la tradizionale idea che vorrebbe la fase di liquidazione circoscritta al solo compimento di atti funzionali a realizzare in via diretta e immediata l'attivo; dall'altro, l'identificazione, sempre con la riforma del 2003, degli atti rientranti nella

---

<sup>3</sup> Quanto a Cerbaie s.p.a., il liquidatore riferisce, nella nota del 7.7.2021, che «*al 31.12.2020 la liquidità, al netto di tutte le passività, è pari a circa 4 milioni di euro, mentre residuano altre attività a breve, al netto dei fondi rischi, per ulteriori euro 1,5 milioni circa. A tale disponibilità si sommano altre attività materiali e finanziarie (l'unica è la partecipazione in Acque spa, valutata all'"Equity") per più di 35 milioni di euro*». Quanto a GEA s.r.l., il liquidatore, in una nota in data 13 luglio 2021, ci rappresenta una situazione analoga, nella quale la sola liquidità al 31.12.2020 (circa euro 1,3 milioni) – senza contare, dunque, il valore della partecipazione in Acque s.p.a., né gli ulteriori elementi dell'attivo non liquidi – è ampiamente idonea a soddisfare le passività (circa euro 600 mila).

competenza istituzionale dei liquidatori in «*tutti gli atti utili per la liquidazione*» (art. 2489, comma 1, c.c.) – in luogo del previgente riferimento ai soli atti «*necessari*» (art. 2452 c.c. previgente, che richiamava l'art. 2278 c.c.) – ha aperto a una visione più dinamica della gestione della società in liquidazione e della sfera di operatività degli organi sociali, che può estendersi, come prevede l'art. 2487, comma 1, lett. c), anche all'esercizio provvisorio dell'impresa (in funzione del migliore realizzo)<sup>4</sup>.

Da un siffatto contesto la dottrina e la giurisprudenza prevalenti hanno tratto, in estrema sintesi, le seguenti conclusioni:

a) in mancanza di diversa disposizione prevista nello statuto o nella delibera di nomina (o in una successiva delibera assunta ai sensi dell'art. 2487, comma 1, lett. c), il potere originario di gestione affidato ai liquidatori è *generale*, fatte salve le competenze legali dell'assemblea, che permangono, nei limiti della compatibilità, anche nella fase di liquidazione ai sensi dell'art. 2488 c.c. Pertanto, «*ove l'assemblea che ha deliberato lo scioglimento della società e la nomina del liquidatore non abbia determinato i poteri attribuiti a quest'ultimo alla stregua delle indicazioni*

---

<sup>4</sup> Cfr. Cass., 1° giugno 2017, n. 13867. In dottrina, *ex multis*, TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, Milano 2012, pp. 26 ss.; ID., *L'informazione sulla gestione nella società per azioni in liquidazione*, in *Il Nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, pp. 5 ss.; FERRI JR., *La gestione di società in liquidazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, p. 423.

contenute nell'art. 2487, comma 2, c.c., il liquidatore è investito, giusta l'art. 2489, comma 1, c.c., del potere di compiere ogni atto utile per la liquidazione della società»<sup>5</sup>;

b) il criterio dell'*utilità* dell'atto ai fini della liquidazione si traduce nell'esigenza che sussista un nesso di strumentalità, diretto o anche solo indiretto, fra l'operazione e l'interesse dei soci alla massimizzazione del valore complessivo del disinvestimento in tempi ragionevoli. In altri termini, i liquidatori – in mancanza di limiti predeterminati dall'assemblea ai sensi dell'art. 2487, comma 1, lett. c), c.c. – dispongono di *«ampia discrezionalità nella scelta delle modalità più idonee alla celere massimizzazione del disinvestimento, in ordine sia alla realizzazione dell'attivo sia all'eliminazione del passivo»*<sup>6</sup>, essendo essi chiamati ad attuare un contemperamento fra le esigenze, fra loro non sempre conciliabili, di incrementare il risultato finale della liquidazione e di ridurre, nei limiti del possibile, i tempi della chiusura della liquidazione<sup>7</sup>;

c) alla stregua del parametro appena declinato, la dottrina prevalente ritiene che non siano *ex se* incompatibili con la fase di liquidazione operazioni che, pur non comportando in via immediata e

---

<sup>5</sup> Così sempre Cass., 1° giugno 2017, n. 13867.

<sup>6</sup> TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., p. 119.

<sup>7</sup> TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., p. 110.

diretta attività di dismissione, siano comunque funzionali – anche nel contesto di una programmazione dell’attività – all’incremento del valore derivante da una futura attività di realizzo dei *assets* sociali (il che pare trovare conferma anche nella possibilità, esplicitamente prevista dall’art. 2487, comma 1, lett. c), c.c., dell’esercizio provvisorio dell’impresa in funzione del migliore realizzo)<sup>8</sup>;

d) l’intervento dell’assemblea, ai sensi dell’art. 2487, comma 1, lett. c), volto a determinare, in sede di nomina (o con successiva deliberazione), i poteri dei liquidatori e i criteri di liquidazione produce l’effetto non già di costituire il potere dei liquidatori, ma, all’apposto, di *limitare* i confini del potere generale ad essi già attribuito dalla legge di compiere «*tutti gli atti utili per la liquidazione*»<sup>9</sup>. In questa prospettiva, i soci

---

<sup>8</sup> Così TURELLI, *Gestione dell’impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., pp. 25 ss. e 84 ss.; ID., *L’informazione sulla gestione nella società per azioni in liquidazione*, cit., pp. 5 ss. e p. 19 alla quale si rinvia per tutti gli opportuni riferimenti; si veda anche FERRI JR., *La gestione di società in liquidazione*, cit., 2003, p. 423; Prima della riforma, nonostante la diversa formulazione della disposizione, cfr. NICCOLINI, *Scioglimento, liquidazione ed estinzione della società per azioni*, in *Trattato Colombo - Portale*, vol. 7\*\*\*, Torino, 1997, 590 ss., il quale ritiene che lo *status* liquidativo di una società non stia necessariamente a significare che questa debba porre in essere atti dismissivi del patrimonio e dell’azienda, perché seppur questo sia l’esito ultimo, potrà essere raggiunto anche attraverso il compimento di un insieme di atti volti a massimizzare l’utile dell’operazione economica.

<sup>9</sup> Cfr. Cass., 1° giugno 2017, n. 13867. Dopo la riforma del 2003 è ancora in parte controverso se la prosecuzione dell’attività e l’esercizio impresa (a) rientri nei poteri dei liquidatori ovvero (b) trovi necessario presupposto in una deliberazione assembleare o in una disposizione statutaria. Aderiscono alla prima tesi (*sub a*), in dottrina, FERRI JR., *La gestione di società in liquidazione*, cit., 2003, p. 423 e TURELLI, *Gestione dell’impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., pp. 25 ss. e 84 ss., in giurisprudenza, Cass., 1° giugno 2017, n.



ben potrebbero subordinare alla previa deliberazione assembleare il compimento di determinati atti (individuati per categorie o *singulatim*), nonché vincolare la discrezionalità dei liquidatori nel senso di privilegiare determinate modalità di realizzo dell'attivo (l'alienazione a terzi dei beni oppure, ove ne sussistano i presupposti, assegnazione in natura ai soci) o di imporre a una strategia di liquidazione che dia prevalenza a «*un interesse al celere disinvestimento, anche se meno vantaggioso, o viceversa, come un interesse ad un quanto più cospicuo disinvestimento, pur a scapito di un suo più rapido conseguimento*»<sup>10</sup>.

e) un siffatto assetto di poteri, rientrando nella piena disponibilità dei soci, incontra un limite inderogabile nell'interesse dei creditori sociali, nell'ipotesi in cui la società in liquidazione versi in una situazione di *deficit* patrimoniale, essendo l'attivo realizzabile inidoneo al completo soddisfacimento dei creditori. In tal caso, il principio di corretta gestione imprenditoriale in fase di liquidazione non può che tradursi nel dovere dei liquidatori, indisponibile per i soci, di gestire l'attività nell'esclusiva prospettiva della conservazione dei valori del patrimonio

---

13867 e Trib. Milano, 12 gennaio 2017, in [www.giurisprudenzadelleimprese.it](http://www.giurisprudenzadelleimprese.it); contra propendono per la seconda impostazione (*sub b*), in dottrina, NICCOLINI, *Gestione dell'impresa nella società in liquidazione: prime riflessioni sulla riforma*, in *Riv. soc.*, 2003, pp. 903 ss., in giurisprudenza, App. Salerno, 8 novembre 2012, in *Foro.it*.

<sup>10</sup> TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., p. 89.

sociale e di valutare l'accesso agli strumenti previsti dal diritto concorsuale<sup>11</sup>.

4. Dati per acquisiti i presupposti fattuali più sopra enucleati (§ 2), si può fondatamente ritenere che *l'esercizio dell'Opzione di Acquisto, pur non essendo un atto direttamente strumentale alla dismissione dell'attivo, non sia incompatibile con il parametro dell'utilità ai fini della liquidazione di cui all'art. 2489 c.c.*

Una tale conclusione si regge, in ogni caso, sul presupposto che l'Operazione – come rappresentatoci dal liquidatore di Cerbaie s.p.a. nella citata nota del 7 luglio 2021 – sia effettivamente idonea, nell'ambito di una programmazione della futura liquidazione, a incrementare il valore complessivo del disinvestimento, senza alterare sensibilmente i tempi di realizzo (v. *supra*, § 2, lett. c).

A tale riguardo, è opportuno evidenziare che:

a) ci è stata rappresentata dai rispettivi liquidatori una situazione patrimoniale e finanziaria di GEA s.r.l. e di Cerbaie s.p.a. (v. *supra*, § 2, lett. e) tale escludere che l'attuazione dell'Operazione possa generare una situazione di *deficit* patrimoniale o, comunque, il rischio di non un

---

<sup>11</sup> TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., p. 133.

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 (v. *supra*, § 2, lett. b) – 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 delle conferenti valori liquidi in sé idonei a estinguere le passività;

b) in mancanza di specifiche determinazioni adottate dai soci a sul punto ai sensi dell'art. 2487, comma 1, lett. c), c.c. (come nel caso di GEA s.r.l. e di Cerbaie s.p.a.), non appare porsi in contrasto col disposto dell'art. 2489, comma 1, c.c., la definizione di una ponderata strategia di liquidazione che, mediante l'esercizio dell'Opzione di Acquisto, miri non solo alla massimizzazione del futuro valore di realizzo della partecipazione detenuta dai Soci Pubblici in Acque s.p.a., ma anche a superare l'attuale situazione di conflitto nei rapporti con ABAB e i conseguenti effetti potenzialmente negativi anche in termini di conservazione del valore attuale delle azioni;

c) l'attuazione dell'Operazione non altera sensibilmente le attuali *chances* di realizzo della partecipazione in Acque s.p.a. e le relative tempistiche. 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, Cerbaie s.p.a. e GEA s.r.l. andranno a detenere in Newco (destinata a controllare totalitariamente Acque s.p.a.); (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.

d) in ogni caso, i soci, ai sensi dell'art. 2487, comma 1, lett. c), sono titolati, nel determinare i criteri di liquidazione (con delibera da adottarsi con le maggioranze previste per le modificazioni statutarie e da iscriversi nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2487-bis c.c.), a optare per una strategia di liquidazione che dia prevalenza a «*un interesse ad un quanto più cospicuo disinvestimento, pur a scapito di un suo più rapido conseguimento*»<sup>12</sup>, apponendo un corrispondente vincoli all'attività dei liquidatori.


---

<sup>12</sup> TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in liquidazione*, cit., p. 89.

\* \* \*

Roma-Pisa, 14 luglio 2021

Prof. Avv. Vincenzo Pinto:

A handwritten signature in dark ink, appearing to read 'Vincenzo Pinto', with a long, sweeping horizontal stroke extending to the right.

Avv. Giorgio Frasca (studio Bonelli Errede):