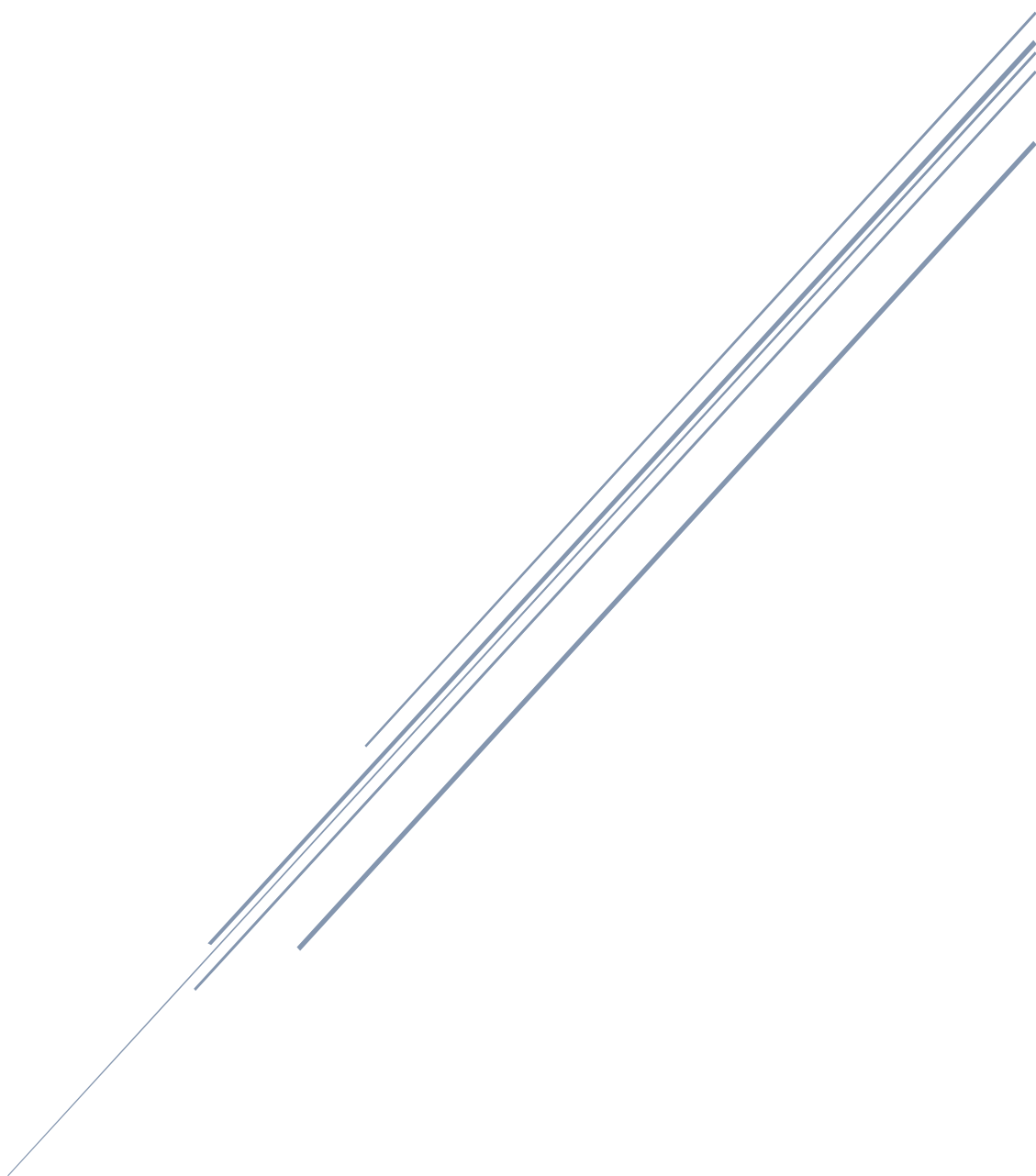


# IL PROGETTO MULTI-UTILITY



## SOMMARIO

1	Premessa .....	3
2	Il contesto regionale .....	5
2.1	L'evoluzione recente dei servizi pubblici in Toscana.....	5
2.1.1	Il servizio di gestione dei rifiuti solidi.....	7
2.1.2	Energia e gas .....	8
2.2	I punti di forza ed i limiti del sistema Toscano .....	9
3	Gli obiettivi dell'integrazione .....	12
3.1	Premessa .....	12
3.2	L'identificazione degli stakeholders .....	12
3.2.1	Gli utenti.....	12
3.2.2	L'ambiente .....	14
3.2.3	I benefici per l'economia.....	15
3.2.4	La proprietà locale vs la proprietà non locale.....	16
4	Gli ambiti di investimento.....	17
4.1	Innovazione nella gestione dei rifiuti .....	17
4.1.1	Premessa .....	17
4.1.2	Interventi impiantistici .....	18
4.1.3	La progressione di raggiungimento dei target.....	19
4.2	Gas ed Energia.....	19
4.3	Servizi idrici.....	22
4.4	Un tema comune: la transizione digitale .....	25
5	L'operazione.....	27
5.1	Il primo perimetro dell'operazione .....	27
5.2	L'azionariato post operazione .....	28
5.2.1	Piccoli comuni: grandi esigenze ed esperienze da valorizzare .....	28
5.3	La dimensione operativa .....	29
5.4	La finanza.....	30
6	Il piano di crescita .....	32
6.1	La crescita orizzontale .....	32
6.2	La razionalizzazione .....	33
6.3	Gli investimenti.....	38

6.4	La crescita verticale .....	39
7	La quotazione in borsa .....	41
8	Ulteriori risultati gestionali conseguibili .....	45
8.1	La qualità dei servizi .....	45
8.2	Le tariffe .....	45
8.3	I dividendi .....	49

## INDICE DELLE FIGURE

Figura 1	– Il sistema toscano delle aziende di servizi pubblici locali .....	9
Figura 2	– Dati economici e dimensionali delle principali aziende toscane .....	10
Figura 3	– Previsione al 2030: il destino dei rifiuti raccolti da ALIA .....	19
Figura 4	– Evoluzione della domanda nel mercato eolico e fotovoltaico in Italia 2008-2030 .....	20
Figura 5	– Evoluzione della domanda di idrogeno in Italia 2017-2050 (TWh) .....	21
Figura 6	– Evoluzione della domanda di idrogeno in Italia 2017-2050 (TWh) .....	22
Figura 7	– Investimenti pro capite realizzati – anno 2020 (€/abitante) .....	23
Figura 8	– Piano investimenti Publiacqua (€m) .....	24
Figura 9	– SAP S4 Hana .....	26
Figura 10	– Schema riepilogativo della situazione societaria precedente all’operazione .....	27
Figura 11	– Contesto operativo della nuova multiutility .....	29
Figura 12	– Principali dati finanziari (€m) .....	30
Figura 13	– Confronto ricavi 2020 (€mld) .....	31
Figura 14	– Evoluzione EBITDA (€m) .....	33
Figura 15	– Distribuzione sinergia per leva – perimetro: Alia e Publiacqua (€m) .....	33
Figura 16	– Distribuzione sinergia per leva – perimetro: Alia, Publiacqua e Estra (€m) .....	34
Figura 17	– Risorse finanziarie disponibili – Perimetro: Alia e Publiacqua (€m) .....	38
Figura 18	– Risorse finanziarie disponibili - Perimetro: Alia, Publiacqua e Estra (€m) .....	38
Figura 19	– Capacità di indebitamento (€m) .....	39
Figura 20	– Crescita verticale .....	40
Figura 21	– Struttura post-IPO .....	41
Figura 22	– Struttura del debito dei competitors .....	43
Figura 23	– Potenziali vantaggi della quotazione – sintesi numerica .....	44
Figura 24	– Effetto delle tariffe del progetto – Il caso Publiacqua .....	<b>Errore. Il segnalibro non è definito.</b>
Figura 25	– Evoluzione delle sinergie industriali, degli investimenti relativi alle sinergie .....	49
Figura 26	– Leva finanziaria della società risultante dall’aggregazione .....	50
Figura 27	– Leva finanziaria della società comparabili quotate .....	50
Figura 28	– Evoluzione della Posizione Finanziaria Netta (€m) e della leva (x) .....	51
Figura 29	– Totale dividendi distribuiti in arco piano 2022-25 (€m) .....	51



## 1 Premessa

Nel corso del 2021 Alia, Consiag, Publiacqua e Publiservizi, su mandato dei soci pubblici, hanno sottoscritto un protocollo per lo studio di un progetto d'integrazione che prevede la creazione di un soggetto industriale, controllato e guidato dai Comuni, per la gestione dei servizi pubblici locali ambientali, idrici ed energetici sul territorio toscano attraverso la compartecipazione, anche societaria, delle attività relative ai servizi pubblici erogati dalle società già operanti nel territorio.

La Toscana è stata fra le Regioni che storicamente ha colto con più forza la trasformazione dei servizi di pubblica utilità, anticipando in alcuni casi le normative nazionali di settore, con l'obiettivo di superare le gestioni comunali a favore di strutture aggreganti in grado di garantire standard superiori di efficienza, capacità d'investimento, efficacia ed economicità.

**In questa relazione si presenta il progetto industriale di aggregazione che vuole cogliere le nuove istanze che nascono da una maggiore e più matura volontà di partecipazione della proprietà pubblica ai processi industriali di gestione dei servizi pubblici.**

Questa consapevolezza matura per diverse ragioni: dalle crescenti istanze dirette dei cittadini che chiedono investimenti e servizi sempre più efficienti ed avanzati, dagli indirizzi della Commissione Europea verso un orizzonte di crescita sostenibile declinati nel piano strategico Green Deal, dall'esigenza di rafforzare il sistema delle imprese toscane e preservarlo da una spinta alla polarizzazione del mercato di riferimento che ha iniziato ad attrarre singole aziende nell'orbita delle grandi multiutility del centro e nord Italia che spostano altrove centri decisionali e obiettivi strategici, dalla necessità di creare pertanto un soggetto economico solido in grado di operare alla pari con i principali player nazionali con un indotto positivo sul territorio regionale, con la creazione di nuova occupazione diretta e indiretta grazie all'accelerazione degli investimenti, dello sviluppo tecnologico e delle filiere di settore.

C'è un ritardo storico da colmare, su un processo di aggregazione industriale che nelle regioni più sviluppate, pensiamo a Lombardia, Emilia-Romagna, Liguria, Piemonte, Veneto, Lazio, si è sviluppato più di venti anni fa ed oggi appare pienamente consolidato nel panorama industriale, vede la nostra regione come un territorio di mera espansione commerciale.

**La multiutility è individuata dai soci pubblici come lo strumento idoneo a superare la frammentazione dei servizi pubblici toscani, consentendo il salto su scala industriale in grado di consolidare le tante realtà dei servizi pubblici locali, creando sinergie ed efficienze, continuando a mantenere su questo territorio tutte le leve strategiche e decisionali sui processi industriali e le relative ricadute di natura economica e sociale.**

In virtù di tale consapevolezza, un solido nucleo di Comuni toscani intendono sviluppare un processo di aggregazione che realizzi una holding che sappia posizionarsi tra le prime cinque a livello nazionale, che possa realizzare importanti obiettivi, tra cui più servizi e di migliore qualità per il

territorio, stabilità delle tariffe, aumentando gli investimenti e rendendo la Toscana tra le regioni più green d'Europa.

**Tale percorso si realizzerà sotto la guida degli enti locali, puntando alla costituzione di una “public company,”, una soluzione originale che punta sulla valorizzazione di forme attive e privilegiate di partecipazione di cittadini, utenti, fondazioni territoriali, forze economiche, lavoratori, rendendo il territorio protagonista della successiva apertura alla quotazione sul mercato azionario per attrarre risorse utili ai necessari piani di investimento senza aumentare le tariffe.**

**La Multiutility, una volta costituita, rimarrà comunque una piattaforma aperta a tutti gli altri soggetti pubblici toscani, o di regioni confinanti, ed alle società di pubblici servizi, rimodulando di volta in volta le governance previste.** La possibilità di aggregazione attraverso aumenti di capitale aperto ai conferimenti in natura offrirà una proposta concreta ad altri attori del sistema dei servizi pubblici di condividere l'iniziativa anche in tempi successivi alla prima fase di costituzione, permettendo di generare ulteriori sinergie e sviluppi.

## 2 Il contesto regionale

### 2.1 L'evoluzione recente dei servizi pubblici in Toscana

Gli anni Novanta sono stati investiti da rilevanti cambiamenti nel comparto delle pubbliche utilità focalizzando il ruolo dei servizi tecnologici nello sviluppo locale e nazionale. Il servizio idrico integrato, come la distribuzione di energia e gas, e la complessa filiera di gestione dei rifiuti urbani sono parte di una rete territoriale intorno alla quale si sviluppano le aree urbane e produttive del territorio. Questi servizi, in particolare l'idrico e l'igiene urbana, sono stati percepiti ed utilizzati, fino al secolo scorso, per il soddisfacimento di consumi individuali, cui conseguivano esternalità negative in termini di efficienza, impatti ambientali e qualità complessiva del servizio.

Il legislatore, a più riprese, è intervenuto sulla disciplina dei servizi pubblici locali riconoscendo ad essi un ruolo essenziale nelle politiche di crescita economica e sostegno allo sviluppo integrale del Paese.

In questo contesto, l'organizzazione industriale delle *public utilities* si è configurata in Italia sulle gestioni pubbliche dirette, prevalentemente in economia, con alcuni affidamenti della gestione del servizio ad imprese pubbliche in condizioni di monopolio legale integrato<sup>1</sup>.

**La complessità del percorso di riordino ha stratificato nel tempo un sistema articolato di competenze<sup>2</sup>:**

- a. l'indirizzo e il coordinamento strategico sono attribuiti allo Stato, anche attraverso l'esercizio delle funzioni legislative di sua competenza, incluse quelle in materia di concorrenza;
- b. la programmazione e la coordinazione territoriale sono in capo alle Regioni, a partire dalla definizione degli assetti territoriali e organizzativi dei servizi (delimitazione ATO e individuazione ed istituzione degli enti di governo degli stessi);
- c. le funzioni organizzative dei servizi sono esercitate dagli enti locali attraverso gli enti di governo d'ambito ai quali hanno l'obbligo di aderire;
- d. la pianificazione e l'affidamento dei servizi competono agli enti di governo degli ATO che vi provvedono sulla base di dimensioni ottimali di efficienza ed economicità, garantendo gli obblighi di servizio pubblico e universale, nonché la conformità con la disciplina comunitaria e nazionale e con la regolazione economica di settore;
- e. la regolazione economica di settore è stata affidata ad autorità nazionali indipendenti.

Pur in un quadro normativo nazionale complesso, i risultati raggiunti in Toscana presentano un quadro organizzativo nuovo rispetto allo stato gestionale originario di polverizzazione gestionale, con aggregazioni industriali del ciclo produttivo in linea con gli obiettivi che le riforme hanno

---

<sup>1</sup> Caselli R., a cura di. I servizi idrici integrati in Toscana. IPERT, 2004.

<sup>2</sup> <https://reopenspl.invitalia.it/i-servizi-pubblici-locali>

definito, ma che manca ancora di una dimensione in grado di giocare un ruolo nazionale, partecipando ai processi di innovazione del Paese.

Le gestioni industriali si sono quindi focalizzate secondo due modelli prevalenti:

- **Aziende interamente di proprietà pubblica**, con forte indirizzo politico – gestionale ma con un'intrinseca debolezza della strutturazione industriale e una debole capacità di accesso al credito per il finanziamento degli investimenti;
- **Aziende di proprietà pubblico/privata** con una maggiore efficienza e industrializzazione dei processi, affiancate da un primario ruolo di indirizzo strategico e di controllo da parte dei soci pubblici I servizi idrici

Nei **servizi idrici** la riforma, orientata al superamento del modello tradizionale municipale verso la costituzione di soggetti industriali territorialmente estesi su scala di bacino idrografico, è dovuta alla legge 36/94 "Disposizioni in materia di risorse idriche". La Toscana fu una delle prime regioni italiane ad attuare le disposizioni previste dalla legge, anticipando già nel '93, con una legge regionale, una parte dei contenuti della riforma nazionale. Fu del 1995 l'istituzione dei 6 Ambiti Territoriali Ottimali, con le prime ricognizioni sullo stato dei servizi e delle infrastrutture nel 1997 ed il completamento degli affidamenti del servizio fra il 1999 ed il 2004. La riforma originaria ha cercato di favorire il passaggio ad una tipologia di regolamentazione basata sulla "separazione" tra funzioni di controllo e funzioni gestionali, e sull'affidamento del servizio a gestori attraverso criteri di selezione ad evidenza pubblica. **Gli interventi legislativi nazionali in materia sono stati frequenti, e non sempre coerenti, portando all'affermarsi di modelli eterogenei nei diversi contesti regionali.** Il referendum del 2011 ha inoltre sancito una forte richiesta dei cittadini di valorizzare l'acqua come "bene pubblico" di fronte a possibili azioni di carattere esclusivamente speculativo.

**Nel 2022 le società che gestiscono il servizio idrico integrato in Toscana sono sette:** Gaia spa, Geal spa, Acque spa, Publiacqua spa, Nuove Acque spa, ADF spa e ASA spa.

GAIA spa è una società per azioni completamente pubblica in cui sono confluite le precedenti gestioni in economia e le società operanti nella Toscana Nord, ora Conferenza Territoriale n. 1, ad eccezione del Comune di Lucca, in cui opera GEAL spa, e della gestione in economia autorizzata per il Comune di Zeri.

GEAL spa gestisce, in base ad una specifica Convenzione il s.i.i. fino alla data del 2025 il solo Comune di Lucca. La composizione azionaria di Geal è la seguente: 52% Lucca Holding Spa (società al 100% del Comune di Lucca), 28,8% Crea Spa (società detenuta al 100% da ACEA Spa) e 19,2% ACEA Spa.

ACQUE spa deriva dalla concentrazione di alcune aziende pubbliche operanti nel Basso Valdarno, attualmente denominato Conferenza Territoriale n. 2. Acque ha espletato una gara ad evidenza pubblica a livello europeo per la selezione di un partner privato, che si è conclusa nel 2003 con l'assegnazione del 45% del capitale sociale al raggruppamento ABAB Spa formato da Acea Spa, Suez Environnement S.A., Vianini Spa, C.T.C. scarl.



PUBLIACQUA spa è una società per azioni a prevalente capitale pubblico, costituita nel 2000 dai 45 Comuni del Medio Valdarno, ora Conferenza Territoriale n. 3. Dal 2006 è stato individuato un partner privato – con gara ad evidenza pubblica - che detiene il 40% del capitale sociale rappresentato da Acque Blu Fiorentine Spa, società formata da una serie di aziende pubbliche e private tra le quali Acea Spa, Suez Italia Spa e dal Monte dei Paschi Spa. Nel 2014 MPS ha manifestato l'intenzione di uscire dal raggruppamento e le sue quote sono state acquisite da Acea e Suez in proporzione alle azioni possedute. Ad oggi quindi ACEA detiene il 75% delle azioni di Acque Blu Fiorentine, mentre Suez è poco al di sotto del 25%.

NUOVE ACQUE spa è il gestore dei 36 Comuni dell'Alto Valdarno, attualmente Conferenza Territoriale n. 4. La società ha oggi un capitale azionario diviso tra soci pubblici (53,8%) e il socio privato Intesa Aretina S.c.ar.l. (46,2%), costituito da Suez Italia Spa, da Acea Spa, Iride S.r.l., Ubi Banca e Monte dei Paschi di Siena.

ASA spa ha assunto dal 1° gennaio 2002 la funzione di gestore del s.i.i. di tutti i 32 Comuni della Toscana Costa, Conferenza Territoriale n. 5. L'Azienda Servizi Ambientali è una società per azioni a prevalente capitale pubblico (60%), dove il partner privato è costituito da IRETI Spa (40%) interamente controllata da IREN Spa.

ADF (Acquedotto del Fiora) spa gestisce tutti i 55 Comuni dell'ATO Ombrone, ora Conferenza Territoriale n. 6 ed è una società a prevalente capitale pubblico (60% del capitale sociale), dove il socio privato, che detiene il restante 40% (per la cui individuazione è stata espletata relativa gara europea) è costituito dal raggruppamento Ombrone Spa così suddiviso: ACEA Spa, Acque Toscane Spa, Monte dei Paschi Spa, SILM (Società Italiana per Lavori Marittimi), CTC Consorzio Toscano Costruzioni Scarl, C.C.C. Consorzio Cooperative di Costruzioni Scarl, COMIT S.c.r.l., CITIS S.c.ar.l.

**Le attività di pianificazione e di controllo dei sette gestori operanti nel servizio idrico integrato sono attualmente svolte da un unico Ente di Governo d'Ambito per l'intero territorio regionale, denominato Autorità Idrica Toscana,** che svolge pertanto le funzioni di regolatore locale sulla base delle direttive e delle indicazioni dell'autorità nazionale di settore, ARERA.

#### *2.1.1 Il servizio di gestione dei rifiuti solidi*

La Regione Toscana ha provveduto, negli ultimi anni, a riorganizzare a livello territoriale la gestione integrata dei rifiuti urbani, dalla raccolta allo smaltimento finale, al fine di ottimizzare il servizio e sviluppare economie di scala; ciò è avvenuto in particolare accorpando le dieci autorità di ambito di dimensione provinciale già istituite con legge regionale n. 25 del 1998, in sole tre autorità di ambito di dimensione interprovinciale che svolgono pertanto le funzioni di regolatore locale sulla base delle direttive e delle indicazioni dell'autorità nazionale di settore, ARERA. Tutte le ATO della Toscana, ai sensi delle norme statali e regionali, hanno portato a termine le procedure per l'affidamento del servizio.

L'ATO Toscana Sud ha proceduto con gara di concessione all'affidamento a SEI Toscana della gestione a partire dal 1° gennaio 2014. La compagine societaria è composta da: A.I.S.A. SpA, Cooplat

Soc. Coop., Coseca SpA, C.R.C.M. Srl, CSAI SpA, Ecolat Srl, Etambiente SpA, Iren Ambiente Toscana SpA, La Castelnuovese Soc. Coop., Revet SpA, Siena Ambiente SpA, Unieco Soc. Coop.

L'ATO Toscana Centro ha scelto come forma di affidamento del servizio la gara per la concessione. Con determina del direttore generale n. 67 del 8 luglio 2016, è stata disposta l'aggiudicazione definitiva della gara ad ALIA SpA, società a capitale interamente pubblico, formatasi attraverso una fusione per incorporazione di ASM SpA, Publiambiente SpA e CIS SpA in Quadrifoglio SpA.

L'ATO Toscana Costa nel 2021 ha affidato la gestione del ciclo integrato dei rifiuti direttamente a RetiAmbiente S.p.A.. La società è strutturata secondo il modello *"in house providing"*, inoltre RetiAmbiente è la capogruppo di un insieme di società operative locali (SOL) controllate integralmente. Sia sulla capogruppo che sulle società operative i Comuni che ne ricevono le prestazioni di servizio possono esercitare il "controllo analogo" secondo quanto previsto dalle norme vigenti e in particolare dal Dlgs. 175/2016 "TUSP".

### 2.1.2 Energia e gas

**Com'è noto i settori energetici si possono suddividere in tre segmenti: produzione, distribuzione e vendita.** Nell'ultimo segmento, quello della vendita, gli operatori agiscono in regime di libero mercato ed anche in Toscana sono presenti tutti i principali player nazionali. Per quanto riguarda la produzione, non si registrano significative quote di produzione energetica da parte di società toscane mentre, per ciò che concerne la distribuzione, sono presenti quattro società di interesse regionale, che gestiscono reti di distribuzione di proprietà o in concessione. Tali società sono GESAM Gas & Luce spa, Toscana Energia spa, ASA spa e Centria spa. GESAM Gas & Luce S.p.A. prende vita nel 2013, unisce alla vendita del gas naturale anche la distribuzione dell'energia elettrica e nel 2019 entra a far parte di Canarbino S.p.A., società a capitale privato a capo di un gruppo che opera nei segmenti midstream (approvvigionamento, trading e vendita a grossisti di gas ed energia elettrica), downstream (vendita gas ed energia elettrica a clienti finali industrial e retail) e dei servizi di innovazione ed efficienza energetica in Italia. Oggi GESAM Gas & Luce S.p.A. opera prevalentemente nella distribuzione di gas, energia elettrica e caldaie a condensazione della provincia di Lucca.

Toscana Energia spa nasce nel corso del 2006 quando Fiorentinagas e Toscana Gas (frutto della fusione, avvenuta lo stesso anno, di Ages e Publienergia, le società che servivano i territori di Pisa, la prima, e Pistoia ed Empoli, la seconda) avviarono il percorso di aggregazione industriale. I principali soci del nuovo soggetto sono rappresentati dai Comuni di Firenze, Pisa, Pistoia ed Empoli, e da Italgas (Gruppo Eni). Nel corso del 2019 Toscana Energia è entrata a far parte dell'area di consolidamento del Gruppo Italgas, divenuto ad ottobre il socio di maggioranza della società con l'acquisto di quote azionarie da soci pubblici.

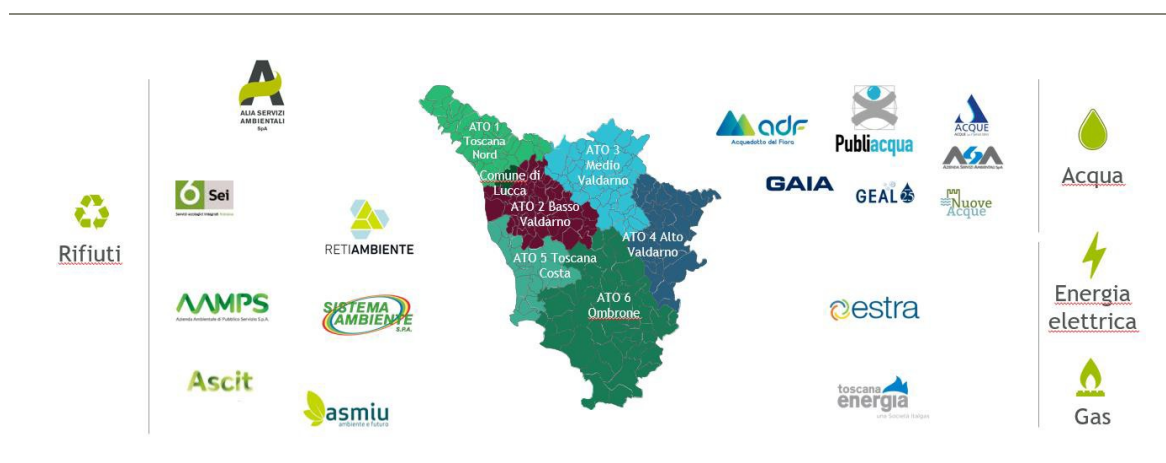
ASA spa, come già indicato, è uno dei soggetti che gestisce il servizio idrico integrato in Toscana, con particolare riferimento ai Comuni della Conferenza Territoriale n. 5. Nel settore della distribuzione gas, ASA è presente in 5 Comuni della provincia di Livorno (Castagneto Carducci, Collesalveti, Livorno, Rosignano e San Vincenzo) con un bacino servito di oltre 220.000 abitanti.

Centria Reti Gas spa è la società del gruppo Estra SpA, dalla quale è controllata al 99,6%, che si occupa principalmente del vettoriamiento di gas naturale, con oltre 5.500 Km di reti di proprietà. Il gruppo Estra opera prevalentemente in Toscana ed altre regioni del centro-sud ed è attivo in particolare nella distribuzione e vendita di gas naturale e nella vendita di energia elettrica. Il gruppo nasce nel 2009 dall'aggregazione di tre multiutility toscane a capitale pubblico: Consiag di Prato, che attualmente detiene il 39,5% del capitale sociale, Coingas di Arezzo (con il 25,14%) e Intesa di Siena (25,14%). Sono quindi soci indiretti di Estra 139 Comuni delle province di Ancona, Arezzo, Firenze, Grosseto, Macerata, Pistoia, Prato e Siena.

## 2.2 I punti di forza ed i limiti del sistema Toscano

**Nel campo dei servizi di pubblica utilità la Toscana oggi presenta come una realtà frammentata** (Figura 1), con una pluralità di aziende che risente in molti casi dei limiti di un processo aggregativo non completato, al contrario di altri territori del centro-nord del Paese. In qualche modo, il contesto industriale è rimasto più arretrato rispetto a quello istituzionale, dove, ad esempio, nel settore idrico è presente un'unica autorità regionale, a fronte delle sei originarie istituite nel 1995.

Figura 1 – Il sistema toscano delle aziende di servizi pubblici locali





























Fonte: Informazioni pubbliche

Il modello industriale che, invece, sta riscuotendo più successo nelle aree più sviluppate del Paese è quello che prevede aggregazioni orizzontali in grado di massimizzare i benefici per il territorio, i cittadini/utenti, le società e gli azionisti.

Nel suo complesso, comunque, il sistema industriale toscano delle aziende di gestione di servizi pubblici locali mostra numeri sicuramente significativi, a cominciare dal dato occupazionale, con quasi 5.300 dipendenti totali.

Figura 2 – Dati economici e dimensionali delle principali aziende toscane

Player		Business		Sede	Ricavi 2020 M€	CAGR '15-'20%	EBITDA margin '20%	Dipendenti (#)
	Acque	Acqua		EMPOLI	202	2%	46%	547
	ADF	Acqua		GROSSETO	127	4%	48%	405
	Azienda Servizi Ambientali	Acqua		LIVORNO	112	2%	22%	589
	GAIA	Acqua		PIETRASANTA	91	0%	22%	518
	GEAL	Acqua		LUCCA	20	1%	35%	75
	Nuove Acque	Acqua		AREZZO	59	1%	39%	215
	Toscana Energia	Gas		FIRENZE	211	3%	53%	439
	SEI TOSCANA	Rifiuti		SIENA	186	n.a.	-3%	1.076
	Gecfor	Rifiuti		PONTEREDERA	72	1%	1%	546
	AAMPS	Rifiuti		LIVORNO	44	0%	18%	335
	SISTEMA AMBIENTE	Rifiuti		PONTEREDERA	27	0%	14%	208
	ASCIT	Rifiuti		CAPANNORI	19	4%	3%	158
	ASMIU	Rifiuti		MASSA	10	4%	8%	98

Fonte: Orbis e informazioni pubbliche

I punti di forza di tale sistema sono innanzitutto rappresentati dalla diffusa solidità economico-patrimoniale delle aziende e, in alcuni casi, anche da un consistente livello di redditività delle gestioni. La solidità patrimoniale e reddituale si è tradotta, soprattutto nel settore idrico, in un'elevata capacità di investimento, ben al di sopra delle medie nazionali di settore (81 euro ad abitante all'anno contro 55 a livello nazionale)<sup>3</sup>.

In tutti i settori analizzati, inoltre, si registra una complessiva elevata qualità dei servizi erogati, con particolare riferimento al rapporto con l'utenza e al livello di tutela della stessa, anche grazie allo sviluppo importante che ha registrato la regolazione di settore a livello locale, sia nel settore idrico che in quello dei rifiuti. Tutte le aziende si sono dotate da anni di Carte dei Servizi che prevedono standard in linea o superiori ai livelli minimi richiesti dalle normative di settore; tutti i gestori hanno attuato le forme tradizionali di rapporto con l'utenza (sportelli sul territorio, call center, siti web), spesso anche in sinergia tra di loro, e molti di essi hanno attivato servizi innovativi, quali sportelli virtuali, app per smartphone o tablet, etc. nel quadro di un miglioramento costante della capacità di intercettare bisogni ed esigenze dell'utenza servita.

Tuttavia, accanto a tali punti di eccellenza del sistema industriale dei servizi pubblici toscani, negli anni si sono anche manifestati **elementi di debolezza** che tuttora ne caratterizzano gli assetti e le performance. In primo luogo, specie nei settori idrico e del gas, **la rilevante presenza di partner industriali privati, e di livello nazionale, ha spinto la governance effettiva di alcune aziende lontano dai territori gestiti, riducendone la capacità di intercettare gli effettivi bisogni in termini di servizi e di investimenti**: ciò ha compromesso spesso l'effettiva ricaduta sociale ed economica locale dei buoni risultati conseguiti in termini di redditività.

<sup>3</sup> Cfr. Autorità Idrica Toscana, Relazione del direttore generale sul servizio idrico in Toscana – anno 2020.

**Altri significativi punti di debolezza del sistema toscano dei servizi pubblici locali sono rappresentati da un consistente deficit impiantistico nel settore dei rifiuti**, imputabile soprattutto alla mancanza di scelte chiare a livello di pianificazione di settore, ma anche alla strutturale debolezza finanziaria di molte aziende di gestione del ciclo dei rifiuti.

Per quanto riguarda l'energia elettrica è evidente la scarsa presenza nel settore della vendita, accompagnata da una totale assenza nel segmento della produzione.

Oltre ai suddetti punti di forza e di debolezza, si possono rilevare alcuni elementi caratteristici dei servizi pubblici locali in Toscana che possono rappresentare, al tempo stesso, **fattori di criticità o importanti opportunità da sfruttare per rafforzare la struttura industriale esistente**:

- Deficit impiantistico nel settore rifiuti, con i relativi costi ambientali, sociali ed economici a carico della collettività
- Tariffe elevate nel settore idrico, che possono costituire una criticità nei rapporti con gli utenti e il territorio, che stanno tuttavia sostenendo indispensabili processi di sviluppo industriale e di rinnovo degli asset;
- Elevato fabbisogno di investimenti sia nel settore idrico che nei rifiuti, il cui soddisfacimento richiede sicuramente una dimensione aziendale adeguata sia dal punto di vista gestionale ed operativo, sia da quello finanziario;
- Scarso sfruttamento della cosiddetta leva finanziaria delle aziende di gestione, la cui consistente redditività caratteristica (e, in taluni casi, l'elevato grado di capitalizzazione) rende sicuramente conveniente ed opportuno un maggiore livello di indebitamento con il sistema finanziario;
- Scarsa presenza delle aziende toscane nel segmento della vendita di energia elettrica, con la possibilità e la necessità di incrementare le politiche di *cross selling* tra gas ed energia e il livello di fidelizzazione della clientela.

**Il progetto di multiutility nei settori dell'acqua, dei rifiuti e dei servizi energetici si ritiene sia una soluzione di successo** in quanto in grado di consolidare gli attuali punti di forza del sistema industriale toscano, superando le debolezze e convertendo in opportunità di crescita e sviluppo i fattori di criticità esistenti.

## 3 Gli obiettivi dell'integrazione

### 3.1 Premessa

Negli anni '90 dello scorso secolo, la liberalizzazione è stata talvolta percepita come un fine, anziché un mezzo per *massimizzare il benessere sociale* (per usare un concetto di economia pubblica). La privatizzazione delle imprese è stata anch'essa confusa con un obiettivo e talvolta confusa anche con processi di liberalizzazione. D'altro canto, la pubblicizzazione (o la ri-pubblicizzazione) delle gestioni presunte private è stata, a partire dall'inizio del XXI secolo, una modalità di gestione spesso (quasi sempre) percepita come una finalità della riorganizzazione delle gestioni, senza poi soffermarsi troppo sulle conseguenze in termini di obiettivi effettivamente perseguibili.

In questo capitolo, si definiranno gli obiettivi da raggiungere con una migliore organizzazione delle utilities toscane, lasciando ai capitoli successivi il compito di identificare gli strumenti più efficaci per il loro conseguimento.

Sono stati identificati tre grandi ambiti, portatori di interesse (stakeholders) che possano significativamente trarre beneficio da un processo di fusione e riorganizzazione delle gestioni dei servizi pubblici, con particolare riferimento alle aziende di cui le amministrazioni locali toscane sono proprietarie, operanti nei settori del servizio idrico, della gestione dei rifiuti e dell'energia.

### 3.2 L'identificazione degli stakeholders

**I tre grandi ambiti o soggetti in cui il processo di riorganizzazione delle gestioni può agire migliorando le condizioni sono i seguenti:**

- 1) gli *utenti*, in qualità di destinatari dei servizi e dei relativi corrispettivi economici;
- 2) l'*ambiente*, quadro di riferimento globale e locale delle prassi e delle politiche di gestione;
- 3) l'*economia*, in relazione alla sostenibilità dell'impresa e delle tariffe applicate.

Per ciascuno di essi sono stati identificati gli obiettivi generali da perseguire, coerentemente ad un progetto unitario di intervento.

Viene, infine, analizzato un ultimo ambito, di natura strategica, che è rappresentato dalla *proprietà delle gestioni delle aziende*, inteso non tanto nella contrapposizione del *pubblico* con il *privato*, quanto della *proprietà locale* con *quella non locale* delle aziende di gestione delle public utilities.

#### 3.2.1 Gli utenti

Una diversa (migliore) gestione delle aziende delle utilities ha impatto sugli utenti dei servizi per due grandi motivi:

- i) si può migliorare la qualità dei servizi;

- ii) si possono ridurre le tariffe dei servizi.

#### *3.2.1.1 La qualità dei servizi*

L'obiettivo è migliorare la qualità dei servizi offerti.

**Il miglioramento qualitativo dei servizi passa per quattro leve fondamentali:**

La prima è la quantità di investimenti complessivamente realizzati. Per cui a maggiori investimenti corrisponde un incremento qualitativo delle prestazioni. Nei capitoli successivi si evidenzieranno alcuni esempi di interventi realizzabili in caso di creazione di un soggetto dalle maggiori dimensioni, ottenuto con una concentrazione verticale ed orizzontale, in grado di sfruttare le economie di scala.

La seconda leva passa per l'attivazione di sinergie operative (economie di scopo), quali, ad esempio, quelle della gestione del personale, della gestione operativa, della gestione di asset complementari, il miglioramento della gestione degli acquisiti.

In terzo luogo, sempre nell'ambito delle possibili economie di scopo, gli utenti traggono beneficio dall'interfacciarsi, anziché con una pluralità di operatori, con un unico soggetto. La gestione commerciale unitaria riduce i costi in termini di tempo e di complessità che la frammentazione produce (ottimizzazione della c.d. cost to serve).

**Infine, la presenza di unico grande soggetto, al posto di tanti piccoli gestori individuali, determina tramite l'integrazione verticale dei servizi l'attivazione di nuovi servizi oggi non offerti.** In maniera simile la possibilità che quei servizi, oggi offerti in maniera frammentata da una molteplicità di operatori, siano gestiti da un unico operatore può determinare un miglioramento della qualità del servizio complessivamente reso, come a titolo esemplificativo avverrà nella gestione delle caditoie stradali – oggi pulite e mantenute fra i gestori del servizio idrico, dei rifiuti e dei global service delle strade – con l'effetto che la qualità del servizio offerto è molto scadente.

#### *3.2.1.2 Le tariffe dei servizi*

L'obiettivo è ridurre le tariffe.

**“Meno costa meglio è”** un obiettivo economico base che la Multiutility intende perseguire.

Tale espressione trova coniugazioni differenziate nei vari servizi. Per esempio, nella gestione dei rifiuti aumentare la realizzazione degli investimenti significa ridurre i costi operativi ed eliminare la volatilità delle tariffe, nel servizio idrico, la riduzione implica minore spesa per gli utenti.

Ovviamente l'obiettivo di riduzione delle tariffe deve coniugarsi con l'incremento della qualità dei servizi offerti.

Nei capitoli successivi si evidenzia come la concentrazione delle aziende, la quotazione in borsa, la diversa contabilizzazione e gli ammortamenti degli investimenti realizzati (consentita da un migliore finanziamento degli investimenti) determinino una riduzione delle tariffe.

### 3.2.2 L'ambiente

**La gestione dei servizi pubblici è collegata alle tematiche ambientali**, sia perché è parte integrante dell'attuazione delle politiche di protezione ambientale, sia perché come attività industriale può essa stessa determinare impatti negativi. La tutela dell'ambiente è anche tutela della salute dei cittadini, che rappresenta un elemento di grande attenzione nella gestione dei servizi idrici e di igiene urbana. Gli effetti prodotti in questo ambito sono legati sinteticamente a due fattori:

- i) la tipologia delle infrastrutture per la gestione dei servizi;
- ii) l'impronta ambientale delle aziende nella gestione dei servizi.

#### 3.2.2.1 Le infrastrutture per la gestione dei servizi

L'obiettivo è accelerare la transizione ecologica della Toscana.

Le aziende coinvolte nel progetto industriale gestiscono la raccolta, il recupero e lo smaltimento dei rifiuti, potabilizzano l'acqua, forniscono la risorsa idrica, depurano l'acqua usata, stoccano e distribuiscono il gas.

Sono tutte azioni che necessitano di significativi investimenti per accelerare la transizione ecologica verso processi di economia circolare, per una maggiore efficienza sull'uso delle risorse e per la protezione della salute umana.

**Sono inoltre attività le cui gestioni sono migliorabili in termini di sostenibilità ambientale**, ma che necessitano di capacità di investimento e di expertise gestionali che non si rinvergono appieno in aziende mono business e di più limitate dimensioni. Si fa riferimento, ad esempio, alla necessità di destinare maggiori collocazioni monetarie ad:

- Impianti volti alla riduzione delle produzioni degli scarti e dei rifiuti (es. gassificatori, essiccatori fanghi, digestori frazioni organiche, impianti di recupero);
- Impianti e tecnologie volti alla riduzione delle risorse prelevate dall'ambiente (es. riduzione delle perdite idriche);
- Impianti volti al riuso/riciclo delle risorse recuperate, che riducano la pressione dei consumi (es. riuso delle acque depurate in agricoltura e industria, impianti delle filiere del riciclo dei rifiuti);
- Pratiche e modalità incentivanti la riduzione dei consumi da parte degli utenti (es. riduzione degli sprechi idrici, riduzione della produzione dei rifiuti totali ed indifferenziati);
- Upgrading degli impianti di trattamento delle acque destinate al consumo umano e delle acque reflue reimmesse nell'ambiente.

#### 3.2.2.2 L'impronta ambientale delle aziende

L'obiettivo è di ridurre le emissioni di gas climalteranti delle aziende del 30% entro il 2030.

Le aziende coinvolte nel processo di riorganizzazione contribuiscono significativamente all'emissione di gas serra.



L'adozione di nuovi processi produttivi, l'utilizzo di mezzi e materiali a minore impatto ambientale ed il recupero di risorse, consentirebbe di accelerare il processo di de-carbonizzazione.

Dalla misurazione del carbon footprint da effettuarsi nel piano industriale di riorganizzazione, si pone l'obiettivo di ridurre l'emissione di CO<sub>2</sub> equivalenti del 30% al 2030, tramite la riduzione diretta ed indiretta delle emissioni e attraverso l'incremento dell'utilizzo di fonti energetiche rinnovabili.

**La maggiore dimensione di impresa, la diversificazione dei business e l'accesso al mercato dei capitali consentono di attivare tali azioni e perseguire simili risultati.**

### *3.2.3 I benefici per l'economia*

La società che deriva dalla riorganizzazione delle imprese di local utility operanti nei settori idrici, ambientali e dell'energia genera significativi vantaggi per il contesto economico toscano (filiera), accanto ai potenziali effetti su tariffa e qualità delle prestazioni offerte.

Considerando il nucleo base interessato dalla riorganizzazione dei servizi in questione, esso rappresenta complessivamente una delle prime 10 aziende toscane per fatturato e delle prime 5 per investimenti annui.

I vantaggi per l'economia conseguenti ad una migliore gestione delle aziende possono quindi essere classificati sotto almeno tre punti di vista:

- La ricaduta economica esterna degli investimenti;
- L'occupazione;
- L'attrazione di investitori locali.

#### *3.2.3.1 La ricaduta economica esterna degli investimenti*

L'obiettivo è aumentare gli investimenti da realizzare per il tramite di aziende locali.

La somma algebrica degli investimenti attualmente realizzati in Toscana dalle aziende componenti il nucleo minimo di aggregazione supera i 200milioni di euro/anno.

**L'incremento consistente (pari circa al doppio) che sarà possibile con il processo di aggregazione ed il ricorso al mercato dei capitali, determinerà ricadute dirette sulla creazione di valore locale, esterno all'impresa.**

#### *3.2.3.2 L'occupazione*

L'obiettivo è aumentare la quantità e la qualità dell'occupazione.

Le local utilities, in quanto settori regolati, beneficiano di livelli di investimento e di fatturato durevolmente crescenti, assicurando stabilità all'occupazione e generando aumenti di livelli occupazionali diretti ed indiretti.

**L'attivazione delle filiere di fornitura e subfornitura genera un impatto indiretto e indotto sul territorio e contribuisce all'occupazione diretta ed indiretta.**

### *3.2.3.3 L'attrazione di investitori*

L'obiettivo è creare investimenti sicuri per investitori locali.

La creazione di un attore multiutility operante nei settori regolati del servizio idrico, della gestione dei rifiuti e dell'energia, se aprisse la partecipazione del proprio capitale alla partecipazione privata, attrarrebbe investitori di lungo periodo interessati alla conservazione del capitale e alla creazione di valore.

Sono tipici investimenti per fondi pensione e per investitori interessati in titoli sicuri.

Se declinata nella formula della *public company*, l'aggregazione locale di aziende di servizi pubblici e la successiva quotazione offrirebbe la disponibilità di investimento per piccoli risparmiatori e dipendenti, per fondazioni locali, interessate alla stabilità del proprio investimento e alla crescita economica di un territorio.

Se così intesa, la partecipazione azionaria privata dovrebbe essere costruita in maniera tale da incoraggiare investimenti di lungo periodo, e limitando la partecipazione azionaria (tetti alla partecipazione individuale).

Gli investitori pubblici, infine, beneficiano della politica dei dividendi con la finalità di disporre di maggiori risorse per offrire servizi pubblici.

### *3.2.4 La proprietà locale vs la proprietà non locale*

L'obiettivo è governare a livello locale il processo di riorganizzazione e di futura gestione.

**Rafforzare il ruolo degli attori pubblici locali nella partecipazione azionaria** (intesa in termini di governo delle imprese) è uno strumento che consente il perseguimento di maggiori interessi legati al territorio servito in termine di vantaggi per gli utenti, per l'ambiente e per l'economia locale.

La delega del governo delle società a soggetti esterni, infatti, ha determinato anche la delega nel perseguimento degli obiettivi da perseguire. L'eventuale partecipazione privata futura sarà intesa come partnership o in supporto alla proprietà pubblica, nel perseguimento di obiettivi di interessi pubblici locali.

## 4 Gli ambiti di investimento

### 4.1 Innovazione nella gestione dei rifiuti

#### 4.1.1 Premessa

L'Unione Europea ha avviato nel 2015 un "Piano d'azione per l'economia circolare" che interviene su più punti, fra cui la prevenzione della produzione dei rifiuti e la gestione di quelli generati. Il cuore della riforma è la modifica della Direttiva 2008/98/Ce, che stabilisce il quadro giuridico generale per il trattamento dei rifiuti nell'Unione Europea. La Direttiva era stata studiata in modo da proteggere l'ambiente e la salute umana, sottolineando l'importanza di adeguate tecniche di gestione, riutilizzo e riciclaggio, finalizzate anche alla tutela delle risorse naturali. Le nuove Direttive danno un'ulteriore spinta alla prevenzione della produzione dei rifiuti e al riciclo di quelli prodotti partecipando alla costruzione di un nuovo paradigma economico che riguarda non solo gli scarti solidi urbani, ma anche aspetti più generali connessi con imballaggi, discariche, veicoli fuori uso, pile e RAEE. La Direttiva che più incide sulla modifica della Direttiva "madre" (la 2008/98/Ce) è la 2018/851/Ue che, tra l'altro, stabilisce i principali obiettivi di riferimento per la gestione dei rifiuti urbani: **entro il 2025, almeno il 55% della massa dei rifiuti urbani prodotti dovrà essere riciclato. Tale obiettivo salirà al 60% entro il 2030 e al 65% entro il 2035.** Ciò comporta, di fatto, la trasformazione delle diverse attività di gestione in filiere industriali di riciclo.

Per il raggiungimento di questi ambiziosi, ma irrinunciabili, obiettivi è necessario intervenire su diversi elementi, a partire dai modelli di raccolta, che continuano a rappresentare il punto nevralgico per il successo delle successive fasi di valorizzazione. Sono necessarie soluzioni innovative, efficienti e sostenibili (sia dal punto di vista economico che ambientale), in grado di garantire facilità di adozione da parte degli utenti e, allo stesso tempo, di ridurre gli impatti urbanistici e di sistema, con un modello integrato di tracciamento del conferimento dei rifiuti finalizzato alla realizzazione di una tariffa corrispettiva che favorisca i comportamenti virtuosi.

Anche il comparto dei mezzi di raccolta sta vivendo una stagione di rinnovamento molto intensa, in virtù della metanizzazione e di una graduale elettrificazione dei sistemi di trazione. **La dotazione impiantistica necessita in modo particolare di un intenso ed efficace processo di ampliamento e aggiornamento tecnologico come conseguenza degli obiettivi, fra cui quello di un'autosufficienza che metta al riparo da un mercato, corto per definizione, molto volatile.** Il trattamento dei rifiuti urbani costituisce un elemento essenziale della filiera di trasformazione e sono necessarie rilevanti innovazioni sia negli elementi tecnologici, che nelle forme organizzative. Ovviamente gli investimenti sugli impianti dovranno tenere conto della fondamentale variazione delle prospettive indicate in origine, dove la termovalorizzazione rappresentava la principale soluzione di riferimento per la filiera dell'indifferenziato e per il recupero energetico.

**La discarica, in questo contesto, assumerà davvero un ruolo residuale** per l'effettiva necessità di condurre al riciclo il quantitativo massimo di rifiuto prodotto. L'azienda si pone l'obiettivo di far sì

che, già al 2030, meno del 10% dei rifiuti prodotti abbiano destino in discarica, con cinque anni di anticipo a quanto previsto nelle Norme.

Tutte le scelte ipotizzate sono state confrontate con gli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas climalteranti, in armonia con gli obiettivi comunitari di riduzione previsti.

Le strategie di intervento si pongono quindi come obiettivo:

- 1) **L’ottimizzazione dei sistemi di raccolta e trasporto**, con la trasformazione verso modelli che prevedono miglioramenti qualitativi delle frazioni differenziate anche attraverso il coinvolgimento diretto degli utenti;
- 2) **il potenziamento della capacità interna di trattamento**, con la realizzazione di impianti di chiusura del ciclo e la conseguente riduzione del ricorso ad impianti di “mercato”.

#### *4.1.2 Interventi impiantistici*

Nella situazione attuale di Alia e delle aziende toscane la capacità di trattamento dei propri flussi di RUI e di FORSU è insufficiente, esponendo le società ad alti costi di trasferimento e trattamento in impianti esterni. A ciò si aggiunga che le aziende non operano sui rifiuti speciali “ab origine”, ad eccezione di qualche nicchia. **In questa situazione diventa urgente un’espansione della capacità di trattamento, che consenta di ridurre le criticità logistiche minimizzando gli impatti ambientali (oltre che economici) per raggiungere gli obiettivi normativi di autosufficienza e prossimità.**

**Come accennato è necessario prevedere una ristrutturazione di vari processi, secondo un concetto di filiere industriali del recupero/riciclo.** Questo significa spostare il punto di vista dal rifiuto raccolto “da smaltire” al materiale finale “prodotto”, pronto per essere avviato al riciclo.

Avremo ad esempio la filiera del biogas oltre a quella del compost (già presente), su cui confluiscono le frazioni biodegradabili al fine della loro trasformazione mediante processi biologici anaerobici ed aerobici per produrre un biocombustibile ed un ammendante compostato. Pertanto, gli impianti destinati al trattamento delle frazioni biodegradabili vedranno un ampliamento della capacità di trattamento, mediante la messa in servizio di biodigestori integrati con il compostaggio aerobico.

I rifiuti plastici rappresenteranno l’input di una filiera dei materiali lavorati e semi-lavorati, destinata a produrre prodotti richiesti sul mercato delle materie prime, con il grado di purezza richiesto dagli operatori, così come per la filiera della carta, su cui confluiranno i rifiuti cellulosici. La filiera del vetro, integrata tramite REVET, vedrà l’affiancamento degli impianti, già oggi attivi ed operanti, con impianti in grado di trasformare i residui delle attività di riciclo in materiali valorizzati, oggi ancora destinati prevalentemente alla termovalorizzazione o allo smaltimento in discarica.

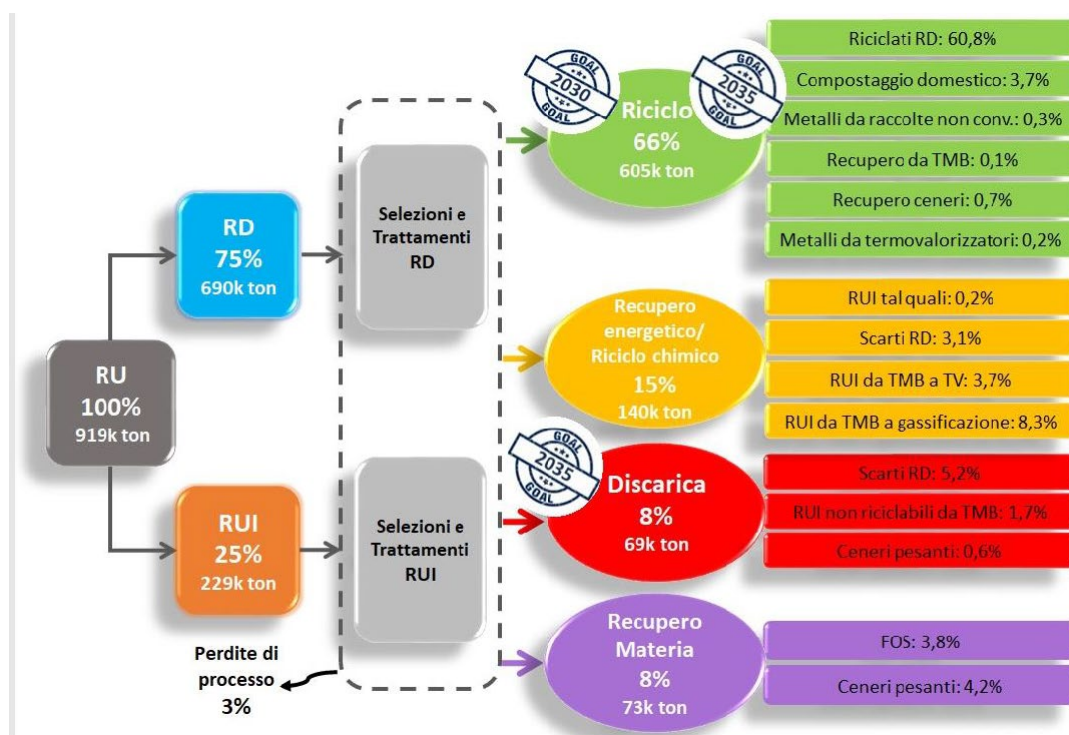
Una logica industriale di questo tipo, si scontra evidentemente con la richiesta del mercato e la sostenibilità economica, ma costituisce a tutti gli effetti l’unica risposta concreta e fattiva ai nuovi indirizzi normativi richiamati.

#### 4.1.3 La progressione di raggiungimento dei target

Interventi di questo tipo, sulle diverse fasi di gestione, permetteranno di raggiungere i target fissati dalle direttive comunitarie e dalle norme nazionali, rendendo la **gestione dei rifiuti un mezzo fondamentale di riduzione delle emissioni e di applicazione dell'economia circolare**.

A titolo di esempio si possono riportare le previsioni per Alia nel 2030 sul destino dei rifiuti previsti dal suo piano industriale che riassume il raggiungimento degli obiettivi normativi, prevedendo un anticipo significativo su alcuni di essi già al 2030 (Figura 3).

Figura 3 – Previsione al 2030: il destino dei rifiuti raccolti da ALIA



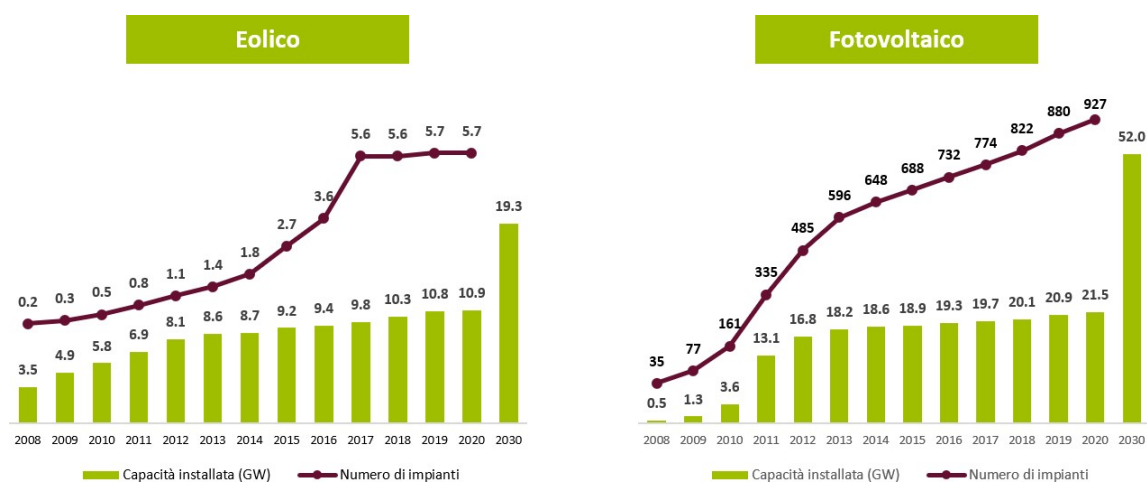
## 4.2 Gas ed Energia

I problemi legati al cambiamento climatico e la necessità di riduzione delle emissioni di gas climalteranti sono ormai quotidianamente al centro del dibattito e delle decisioni politiche ed industriali in Europa e nel mondo. Gli elevati tassi di crescita e la rapida industrializzazione dei Paesi emergenti hanno tra l'altro reso ancora più urgenti tali questioni.

L'incertezza derivante dai fattori geopolitici, esasperata in questa fase storica dal conflitto russo ucraino, mette in luce la drammatica debolezza emersa rispetto alla autosufficienza del sistema energetico del nostro paese e ci deve indurre a programmare con urgenza investimenti sui nostri territori.

L'Unione Europea, con l'approvazione del Green Deal, ha mostrato la volontà di perseguire l'obiettivo di completa decarbonizzazione del continente al 2050, innalzando il target di riduzione delle emissioni al -55% entro il 2030. Anche il regolamento del Next Generation EU (NGEU) prevede che venga dedicato agli obiettivi climatici almeno il 37% della spesa programmata nei piani nazionali e che nessuno degli interventi previsti arrechi danni significativi all'ambiente. Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) presentato dal Governo italiano alla Commissione Europea a fine aprile 2021 riserva alla macroarea di investimenti "Rivoluzione verde e transizione ecologica" quasi 70 miliardi di euro tra i circa 60 a valere sul NGEU (Recovery and Resilience Facility e React EU) e i 9,3 a valere sul fondo complementare nazionale.

Figura 4 – Evoluzione della domanda nel mercato eolico e fotovoltaico in Italia 2008-2030



Fonte: Terna, PNIEC

**L'energia da fonti rinnovabili (FER) rappresenta, quindi, un elemento chiave del processo di transizione energetica.** L'Italia ha già raggiunto buoni risultati negli ultimi anni, ma gli obiettivi al 2030 implicano che la capacità totale di produzione di energia rinnovabile venga quasi triplicata in meno di 10 anni, portando ad un conseguente significativo aumento della domanda di tecnologie FER nel nostro Paese.

I DSO (Distribution System Operators) saranno coinvolti in un ampio processo di decarbonizzazione, decentralizzazione e digitalizzazione per il raggiungimento degli obiettivi indicati dal Green Deal Europeo e dal PNIEC Italiano.

**Nel contesto del gas, gli aspetti principali che i DSO dovranno considerare nel processo di transizione energetica deriveranno principalmente dalla digitalizzazione delle reti e dall'adeguamento delle infrastrutture all'idrogeno.**

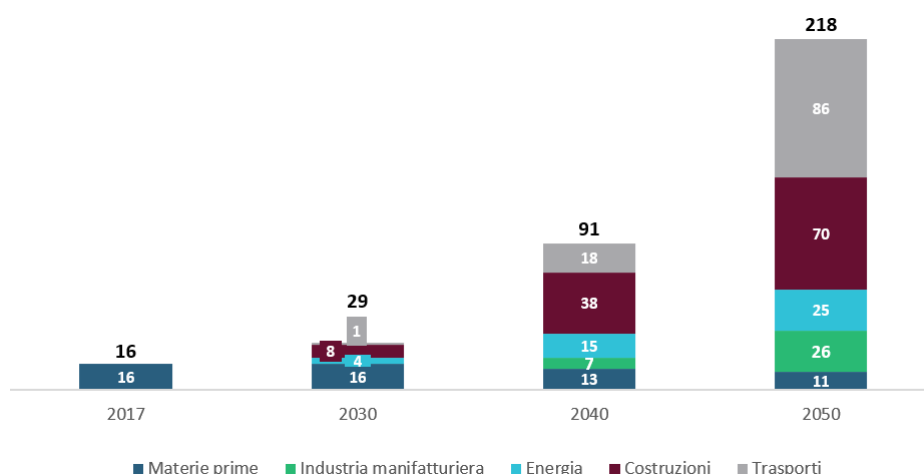
In uno scenario di decarbonizzazione al 95% (necessario per non superare la soglia di 1,5 gradi di aumento temperatura), infatti, l'idrogeno potrebbe fornire fino al 23% del consumo totale di energia entro il 2050.

In questo contesto, l'Italia rappresenta un mercato molto attrattivo per lo sviluppo dell'idrogeno considerando, da un lato, la presenza diffusa di energia rinnovabile e, dall'altro, l'esistenza di una rete capillare per il trasporto di gas (elementi che permettono la diffusione di tecnologie "Power to gas" – P2G, che consentono di immagazzinare l'elettricità in esubero prodotta da centrali solari, eoliche o idrauliche sotto forma di metano o idrogeno). In aggiunta, la posizione dell'Italia nel centro del mediterraneo la rende il crocevia naturale tra Africa e Medio Oriente, grandi potenziali esportatori di idrogeno, e i paesi del nord, grandi potenziali consumatori: **la posizione geografica dell'Italia, quindi, potrebbe rappresentare un'occasione per il commercio dell'idrogeno.**

Il MISE ha previsto che, al fine di avviare l'economia dell'idrogeno a basse emissioni di carbonio in Italia e soddisfare l'obiettivo di domanda di penetrazione dell'idrogeno, saranno necessari fino a 10 miliardi di euro di investimenti tra il 2020 e il 2030 (a cui vanno aggiunti gli investimenti per la diffusione delle rinnovabili). Questa cifra include:

- Investimenti necessari alla produzione di idrogeno: 5-7 miliardi di euro;
- Investimenti in strutture di distribuzione e consumo dell'idrogeno (treni e camion a idrogeno, stazioni di rifornimento, ecc.): 2-3 miliardi di euro;
- Investimenti in Ricerca e Sviluppo: 1 miliardo di euro;
- Altri investimenti nelle infrastrutture (come reti di gas) per integrare correttamente la produzione di idrogeno con gli impieghi finali

Figura 5 – Evoluzione della domanda di idrogeno in Italia 2017-2050 (TWh)



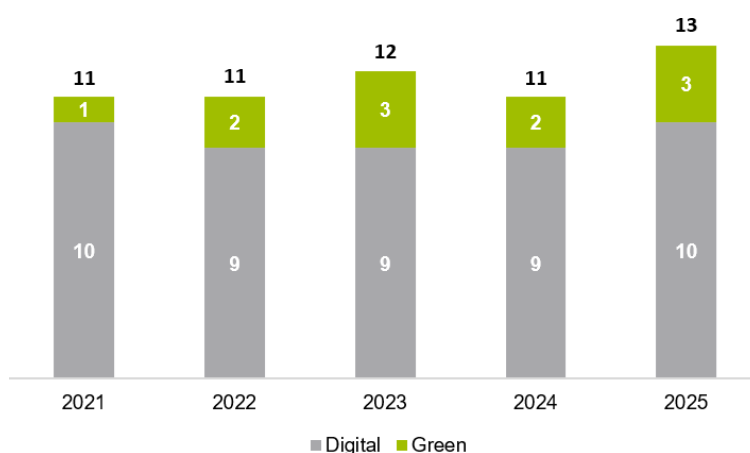
Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

**La Multiutility Toscana potrebbe presentarsi sul mercato tramite lo sviluppo di un impianto di rifornimento di idrogeno per il settore del trasporto su gomma a ridosso dell'asse autostradale.** Operando come DSO la Multiutility Toscana avrà un ruolo di primaria importanza anche nel processo di elettrificazione e digitalizzazione della rete elettrica e del gas. Gran parte degli investimenti in digital e green inseriti nel piano industriale (Figura 5), infatti, riguardano l'implementazione degli smart meters i quali potranno essere considerati come un asset aggiuntivo per il Gruppo, grazie

all'ottimizzazione dei costi che ne deriva dal loro utilizzo. A tal fine, è stato stimato come la penetrazione dei dispositivi installati dalla Multiutility Toscana arriverà a toccare il 95% sul totale PdR entro la fine del 2025 con circa 148.000 installazioni effettuate nel periodo 2022-2025.

Il mercato dell'efficientamento energetico degli edifici, a partire dal vastissimo patrimonio del nostro sistema pubblico di comuni ed enti territoriali, le opportunità sul settore delle nostre piccole e medie imprese, rappresentano una straordinaria opportunità di sviluppo per una società ben radicata sul nostro territorio, rispetto ad un business che oggi è appannaggio di grossi players nazionali ed internazionali poco attenti a taglie di mercato considerate troppo piccole ed appetibili economicamente se considerate singolarmente.

Figura 6 – Evoluzione della domanda di idrogeno in Italia 2017-2050 (TWh)



Fonte: Intesa Sanpaolo Research Department

### 4.3 Servizi idrici

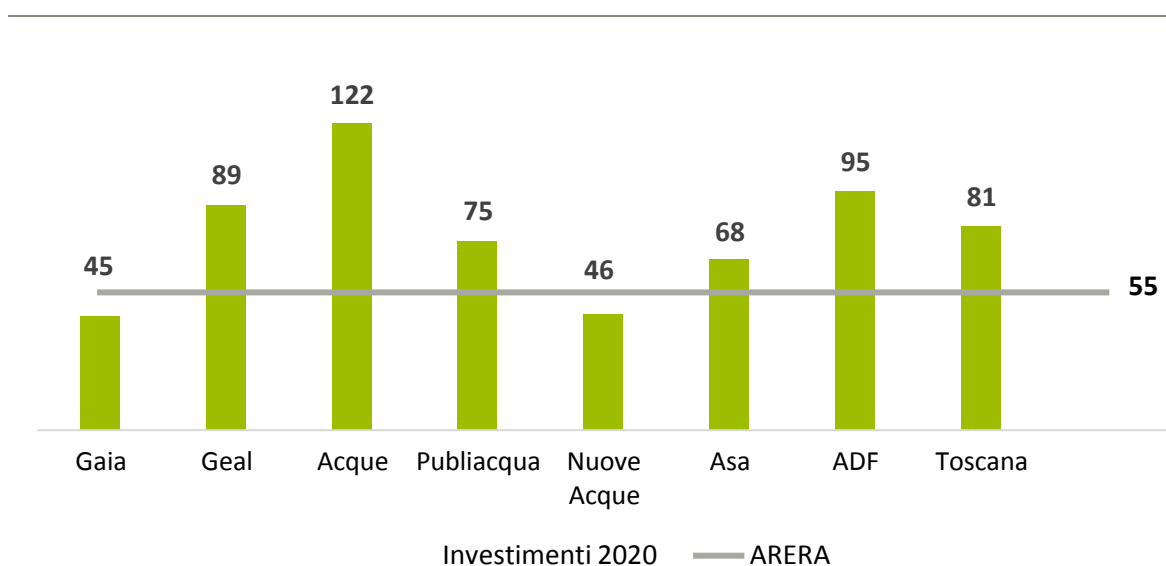
**Il settore idrico è strutturalmente un settore ad elevata intensità di capitale e quindi presenta un consistente e continuo fabbisogno di investimenti.** Tale caratteristica risulta ancora più marcata nel nostro Paese per lo storico gap infrastrutturale che caratterizza soprattutto i segmenti di fognatura e depurazione, che mostrano livelli di servizio e di dotazione impiantistica fortemente insoddisfacenti rispetto agli standard di servizio richiesti dall'Unione Europea, e nel segmento dell'approvvigionamento idrico e della grande adduzione, soprattutto a causa dei sempre crescenti effetti dei cambiamenti climatici e delle pressioni antropiche sull'ambiente (ricorrenti crisi idriche, peggioramento della qualità delle falde, etc.). Il nostro Paese, inoltre, evidenzia una grande carenza nella capacità di mantenere e rinnovare lo stock di opere ed impianti esistenti, che mostrano un'età media che ormai supera i 40 anni e che richiedono un continuo sforzo di manutenzione ordinaria e straordinaria, ben superiore a quello che il nostro sistema industriale riesce a garantire: gli effetti di tale carenza si manifestano soprattutto nell'elevato livello di perdite di rete nel



segmento della distribuzione idrica e nei sempre più ricorrenti e aggravati episodi di fallanza del sistema fognario in occasione di eventi piovosi di forte intensità.

Anche **il sistema idrico toscano non si sottrae a tali carenze e difficoltà**, seppure negli ultimi due decenni abbia saputo mettere in campo uno sforzo di realizzazione degli investimenti sicuramente superiore alla media nazionale, come mostrato dalla figura seguente.

Figura 7 – Investimenti pro capite realizzati – anno 2020 (€/abitante)



Fonte: AIT, Relazione del Direttore Generale, anno 2020

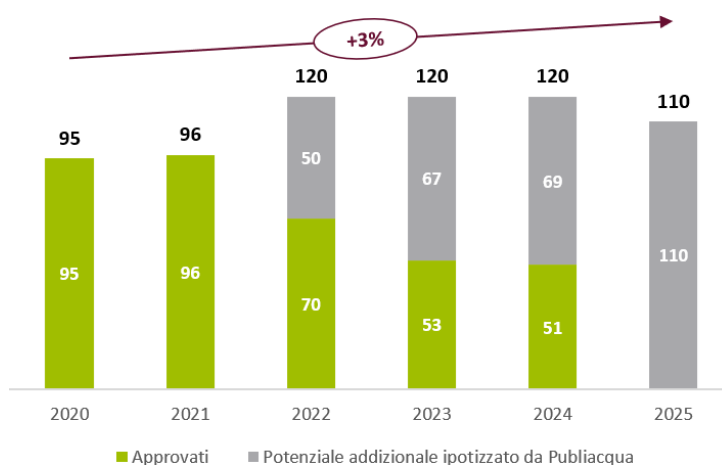
Malgrado tale sforzo, tuttavia, in tutte le aree della Toscana si manifesta ancora un ingente fabbisogno di investimenti e gli **obiettivi** che dovranno essere perseguiti si possono così riassumere:

- **incremento della resilienza del sistema idrico agli effetti dei cambiamenti climatici**, avviando la realizzazione di opere di carattere strategico per l'accumulo delle risorse idriche e per il loro trasferimento da zone ad elevata disponibilità ad aree a forte domanda civile ed industriale;
- **completamento degli interventi di fognatura e depurazione** per evitare le procedure di infrazione per gli agglomerati urbani con più di duemila abitanti ed estensione delle fognature con trattamenti appropriati, per gli agglomerati sotto i duemila abitanti;
- **completamento del processo di distrettualizzazione e digitalizzazione e del programma di manutenzione programmata di tutte le reti cittadine di distribuzione dell'acqua**, allo scopo di ridurre drasticamente le perdite in rete, con notevole risparmio energetico e della risorsa;
- **sostituzione massiva dei contatori presso gli utenti**, adottando sistemi di *smart metering* per la telelettura e in grado di garantire la massima informazione degli utenti, anche quelli residenti nei condomini, sull'andamento dei consumi e delle bollette;
- **avvio di un massiccio programma di rinnovo degli impianti esistenti**, con l'obiettivo prioritario di conseguire un consistente risparmio energetico e di ridurre l'impronta di carbonio nella produzione di risorsa idrica e nella depurazione.

Il notevole sforzo di investimenti da realizzare solo in parte potrà essere sostenuto dal ricorso a finanziamenti pubblici di origine comunitaria (PNRR, FSC, etc.) o nazionale (Piano Nazionale Risorse Idriche): la gran parte dovrà continuare a gravare sul sistema tariffario del servizio idrico integrato e, pertanto, determinerà un consistente fabbisogno finanziario per le aziende di gestione di tali servizi.

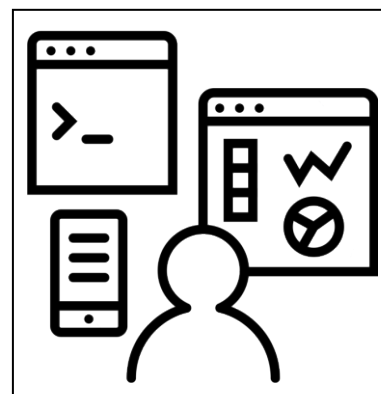
Ad oggi, la pianificazione degli investimenti predisposta ed approvata dall'Autorità Idrica Toscana prevede una consistente riduzione per gli anni 2022-2024, a causa delle attuali modalità di finanziamento di tutte le aziende di gestione, compresa Publiacqua; tale modalità prevede il ricorso all'indebitamento con il sistema finanziario e la necessità di rimborsare i finanziamenti entro il termine della concessione, in una logica di *project finance*. Tale approccio, se nei primi anni Duemila ha consentito di sostenere il grande sforzo finanziario delle nuove aziende, oggi rischia di rappresentare un freno al sostegno degli investimenti e la principale causa della continua crescita delle tariffe del servizio idrico integrato, proprio a causa degli elevati flussi finanziari da garantire alle aziende per far fronte al rimborso del debito. **Il nuovo approccio, previsto dalla Multiutility, nel reperimento delle risorse finanziarie per la realizzazione degli investimenti - che potrà sfruttare maggiormente la leva finanziaria in una logica *corporate* e che potrà garantire l'accesso anche al mercato dei capitali – consente di incrementare in maniera consistente la capacità di investimento per i prossimi anni, in modo da rendere possibile il perseguimento di tutti gli obiettivi sopra descritti.** La figura seguente riporta le maggiori risorse finanziarie che potranno essere messe a disposizione di Publiacqua per incrementare il proprio piano degli investimenti nel periodo 2022-2025.

Figura 8 – Piano investimenti Publiacqua (€m)



#### 4.4 Un tema comune: la transizione digitale

**La transizione digitale rappresenta uno degli obiettivi strategici assunti dal nostro Paese:** non a caso il 27% delle risorse totali del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) sono dedicate alla transizione digitale (MITD, Italia Digitale 2026). La trasformazione digitale della pubblica amministrazione e delle aziende di pubblici servizi significa anche sviluppo di servizi digitali e adozione di modelli di relazione trasparenti ed aperti con i cittadini, attraverso la reingegnerizzazione dei processi e lo sviluppo tecnologico delle infrastrutture, mediante l'utilizzo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione, per migliorare la **soddisfazione degli utenti** e la **qualità dei servizi**.



Con la Comunicazione COM (2021) 118 *final* "2030 Digital Compass: the European way for the Digital Decade" del 9 marzo 2021, la Commissione europea ha definito strategie e linee operative per la transizione digitale dell'Europa entro il 2030. La Comunicazione si sviluppa su quattro settori che costituiscono i punti focali dell'Europa digitale: le Competenze digitali; le Infrastrutture digitali sicure e sostenibili; la Trasformazione digitale delle imprese; la Digitalizzazione dei servizi pubblici.

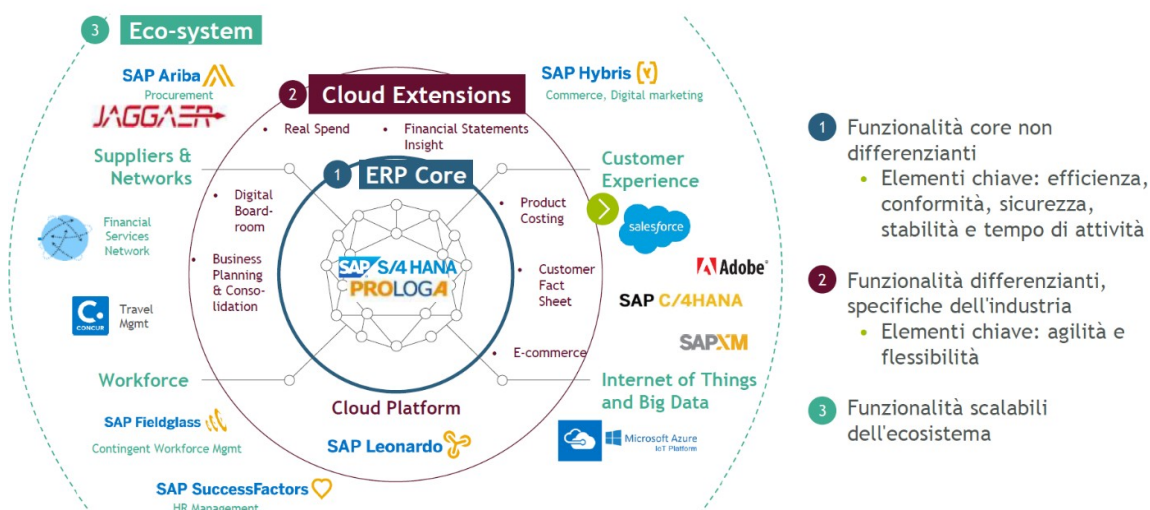


**Il settore dei servizi di pubblica utilità necessita anch'esso di una forte spinta digitale** per sviluppare il rapporto fra gli utenti ed il sistema complessivo di erogazione del servizio, in funzione della sua costitutiva complessità. **Identificazione facile dei punti e delle modalità di conferimento dei**

**rifiuti, accesso semplificato ai servizi, informazioni tariffarie, riepilogo del proprio utilizzo, rapporto con il gestore per specifiche necessità, ecc., rappresentano alcune delle esigenze che possono essere velocizzate e risolte solo attraverso un sistema informatico integrato, multiplatforma, in grado di mettere in contatto le richieste degli utenti con le soluzioni proposte dal gestore.**

In questo contesto si potrebbe facilmente immaginare gli sviluppi possibili anche in relazione a nuovi servizi personalizzati su richiesta o rivolti ad utenze temporanee.

Figura 9 – SAP S/4 Hana



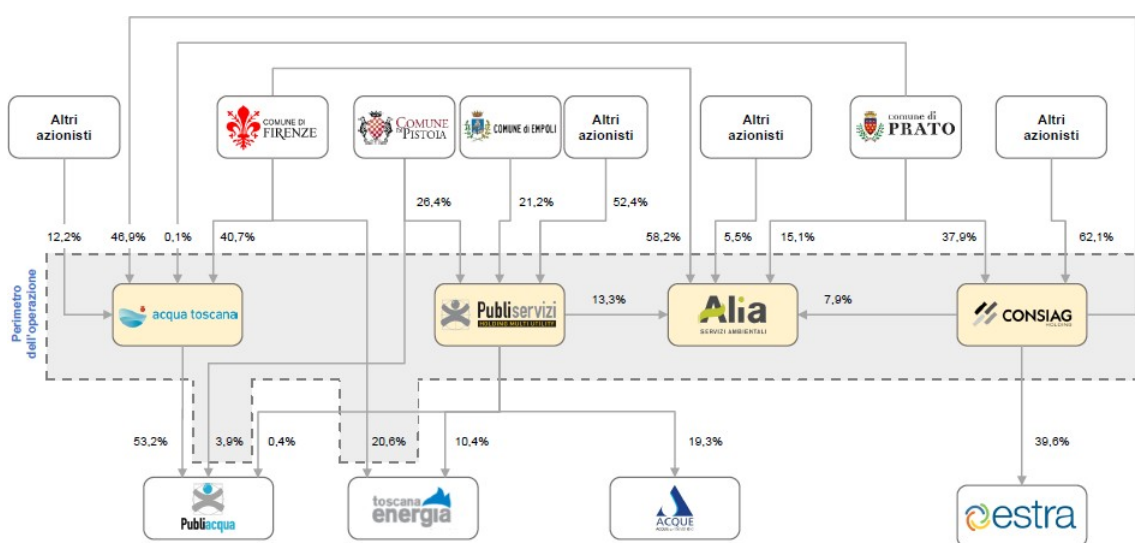
Fonte: SAP, BCG/BCG Platinion analisi

## 5 L'operazione

### 5.1 Il primo perimetro dell'operazione

L'operazione oggetto dello studio è la fusione di Acqua Toscana, Publiservizi, Alia e Consiag con conferimento contestuale del 20,6% di Toscana Energia detenuto dal Comune di Firenze e del 4% di Publiacqua detenuto dal Comune di Pistoia.

Figura 10 – Schema riepilogativo della situazione societaria precedente all'operazione



Questo rappresenta il punto di partenza per la realizzazione di una piattaforma al servizio del sistema delle imprese dei servizi pubblici toscani: **l'operazione nel suo complesso prevede infatti la possibilità di poter allargare il perimetro delle contribuzioni anche ad altri soci pubblici** che potrebbero apportare le loro partecipazioni detenute in altre società operanti in Toscana. In particolare, è allo studio il completamento del perimetro dell'operazione anche alle quote di Coingas e Intesa detenute in Estra (pari al 25% ciascuno). Includendo tali quote, la Multiutility consoliderebbe integralmente anche Estra (arrivando a detenerne una quota pari a circa il 90%).

L'operazione prevede, una volta completata la fusione, un aumento di capitale aperto ai conferimenti in natura ed un successivo aumento di capitale offerto al mercato con un IPO. Nel complesso l'operazione si presenta unitaria, ma articolata in più fasi connesse tra loro e decise in maniera vincolante nel suo insieme.

L'obiettivo è di concentrare la fase delle scelte d'indirizzo politico su cui si esprimono i consigli comunali in un unico momento decisionale per permettere, poi, l'esecuzione, affidata al cda della nuova società, in un periodo di 6/12 mesi fino alla quotazione in borsa.

## 5.2 L'azionariato post operazione

A seguito dell'operazione di fusione di Alia e delle tre holding dei Comuni (Consiag, Publiservizi e Acqua Toscana) ed il conferimento da parte di Firenze della partecipazione in Toscana Energia e da parte di Pistoia della partecipazione in Publiacqua, verrà creata una nuova società **“Multiutility Toscana” (100% pubblica)**.

La società risultante, oltre ad Alia (rifiuti) consoliderà anche il business di Publiacqua (idrico). Inoltre, deterrà una partecipazione nelle seguenti società: il 39,6% di Estra, il 31% in Toscana Energia ed il 19,3% di Acque.

Sulla base dei range preliminarmente calcolati e considerando il punto medio, l'azionariato della nuova entità vedrebbe come principali azionisti il Comune di Firenze con una quota del 37,1%, il Comune di Prato con una quota del 18,2%, altri azionisti ex Consiag con una quota del 24,0%, altri azionisti ex Publiservizi con una quota del 17,3%, gli altri ex azionisti di Alia con una quota del 1,4% ed infine gli altri ex azionisti di Acqua Toscana con il 2,0%. I Comuni con una quota rilevante, oltre Firenze e Prato, risulterebbero il Comune di Pistoia con il 5,4%, il Comune di Scandicci con il 4,0%, il Comune di Sesto Fiorentino con il 3,7% e il Comune di Empoli con il 3,4%.

### 5.2.1 Piccoli comuni: grandi esigenze ed esperienze da valorizzare

Le imprese coinvolte nella fusione e nella successiva quotazione in borsa sono caratterizzate da una assai ampia composizione azionaria pubblica. Oltre ai grandi azionisti, ne sono presenti numerosi di più piccoli, spesso coincidenti con i Comuni di minori dimensioni.

Al fine di evitare che nel processo di aggregazione si creino riduzioni del potere di influenza dei piccoli Comuni nei processi decisionali, si prevede l'attivazione di una serie di strumenti.

L'obiettivo non è soltanto quello di temperare la parcellizzazione delle partecipazioni, ma anche quello di rafforzare il ruolo dei Comuni di dimensione minore, che oggi non trovano, nelle aziende esistenti, talvolta adeguata rappresentanza.

Si prevede pertanto di rafforzare il diritto di platea dei Comuni più piccoli, la loro capacità di incidere nelle decisioni e la loro possibilità di disporre, nelle singole società di scopo, di adeguato punti di contatto e personale pronto ad intervenire.

Si intende pertanto rafforzare il loro ruolo anziché indebolirlo o anche solo lasciarlo invariato.

Di seguito sono elencati principali strumenti previsti:

- Negli organismi di governance della holding pubblica saranno presenti tutti i territori.
- Saranno previsti rappresentanti dei Comuni minori nei consigli di amministrazione delle società del gruppo.
- Le decisioni strategiche riguardanti azioni ricadenti sui diversi territori dovranno prevedere il parere positivo dei territori coinvolti.

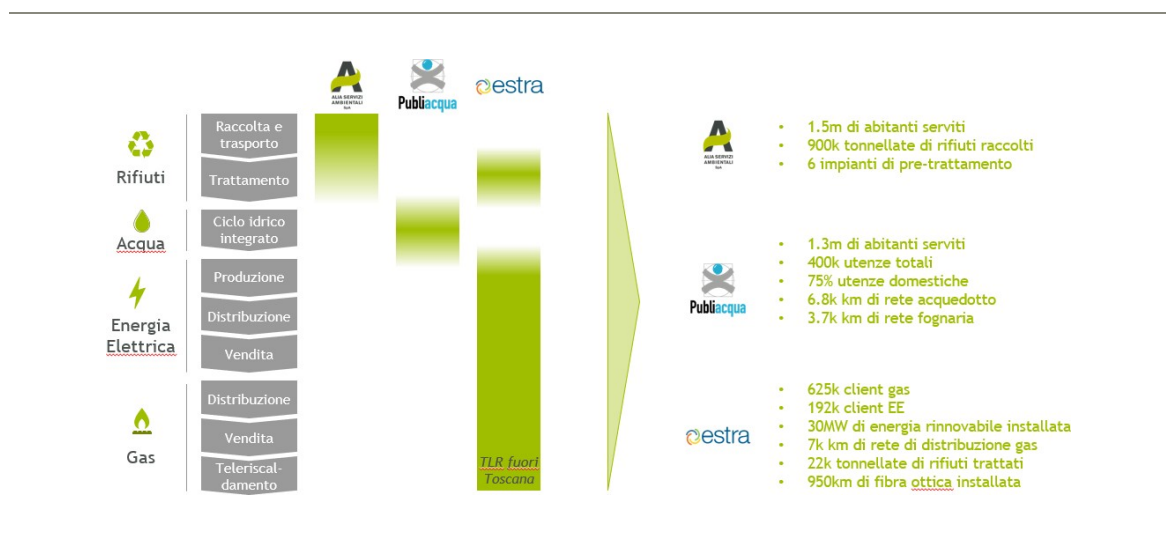
- Sarà previsto personale operativo di collegamento dedicato ai Comuni di dimensione più piccola (oltre ai tradizionali responsabili di zona per le società operative).
- Saranno promossi patti parasociali di secondo livello tra i comuni più piccoli ricadenti in aree omogenee, al fine di aumentare la loro capacità di incidere nei processi decisionali.
- Semplificazione del diritto di recesso
- Sistemi di democrazia interni nella Holding pubblica
- Saranno creati “strumenti intermedi di partecipazione” per strutturare le relazioni con i soci.

**Per effetto della successiva quotazione, almeno il 51% del capitale sociale della Multiutility sarà detenuto da soci pubblici raggruppati in una holding pubblica e fino al 49% dal mercato.**

### 5.3 La dimensione operativa

**La nuova realtà si candida a diventare la quinta multiutility italiana quotata per fatturato**, operante nel settore idrico, rifiuti, rete e distribuzione, con una diversificazione del portafoglio in linea con i principali operatori. **La multiutility produrrà impatti positivi sulla società stessa, sugli azionisti, cittadini e sul territorio, grazie alle economie di scala e a possibili efficienze/integrazioni tra i business**, che porteranno un impatto positivo sui risultati delle singole società. Considerando Estra nel perimetro di partenza, si erogano servizi per una platea di oltre 3.6 milioni di clienti.




Figura 11 – Contesto operativo della nuova multiutility



Fonte: Alia, Publiacqua, Estra

## 5.4 La finanza

Figura 12 – Principali dati finanziari (€m)

	 ALIA SERVIZI AMBIENTALI SpA	 Publiacqua	Multiutility Toscana (perimetro consolidato iniziale)	 estra	Multiutility Toscana (perimetro allargato)
Ricavi	412	273	685	1.060	1.745
EBITDA	43	128	171	119	290
Investimenti	65	106	171	83	254
Patrimonio Netto	186	282	468	413	881
Indebitamento finanziario netto	89	191	280	240	520

Fonte: Informazioni pubbliche – Alia, Publiacqua, Estra

Note: Estra, in base agli accordi ed alla struttura attuale ad oggi non risulterebbe consolidata (quota detenuta dalla Multiutility pari al 39,6%)

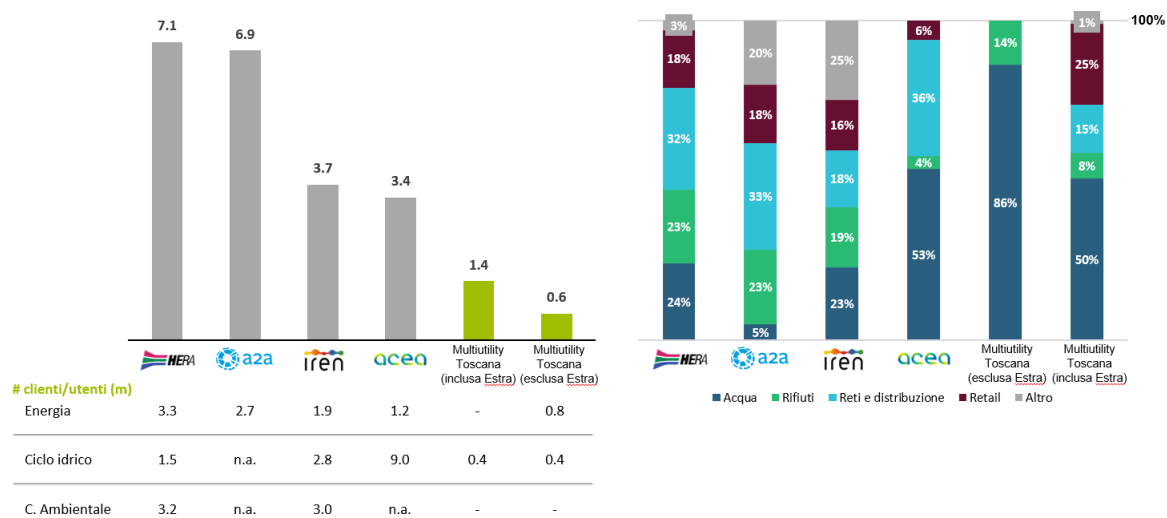
**Considerando il perimetro allargato, la Multiutility Toscana genererebbe circa 1.7 miliardi di ricavi;** se il perimetro risultasse essere solo tra Alia e Publiacqua, invece, il fatturato ammonterebbe a €~0.7mld. Il consolidamento di Estra permetterebbe a Multiutility Toscana di generare circa 290 milioni di Euro di EBITDA (margine pari a ~16.6%) e consentirebbe alla società risultante di avere una differenziazione del business in linea con i principali operati del mercato e maggiormente diversificato rispetto al consolidamento delle sole Alia e Publiacqua. In quest'ultimo caso, infatti, gran parte dell'Ebitda deriverebbe dall'attività mono-business di Publiacqua e Alia.

I vantaggi della creazione della Multiutility e della successiva quotazione impatterebbero in modo positivo la società e gli azionisti. **Lo sfruttamento delle sinergie industriali derivanti dalla creazione di Multiutility Toscana garantirebbe una migliore efficienza tra i vari business, impattando in modo positivo l'EBITDA.**

L'attuale livello di investimenti pari a circa 254 milioni di Euro nel caso di consolidamento di Estra e circa 171 milioni con un perimetro ristretto, concentrati principalmente sul territorio toscano.



Figura 13 – Confronto ricavi 2020 (€mld)



Fonte: Informazioni pubbliche - Bilanci societari

## 6 Il piano di crescita

### 6.1 La crescita orizzontale

La creazione della multiutility comporta un effetto moltiplicatore che accelera il vantaggio, la crescita ed incrementa il valore della società, con ricadute positive anche sui cittadini in termini di qualità dei servizi e – a parità di investimenti – di riduzione della bolletta grazie alle sinergie di costo ed efficienza.

**La Multiutility trova un forte razionale nelle sinergie operative e commerciali nonché nelle opportunità di crescita grazie alla maggior capacità di investimento.** Si riportano di seguito alcuni obiettivi raggiungibili:

#### **Sinergie operative:**

- Ottimizzazione del personale su funzioni di staff
- Ottimizzazione delle attività di gestione reti
- Complementarità nel trattamento di acqua e rifiuti
- Razionalizzazione architettura e miglior efficienza e utilizzazione dei sistemi

#### **Sinergie commerciali**

- Ottimizzazione del “cost to serve”, ovvero del costo unitario di gestione del cliente
- Riduzione dei costi di fatturazione grazie alla creazione di una bolletta unica
- Vendita anche di energia elettrica, di gas ed acqua ai clienti

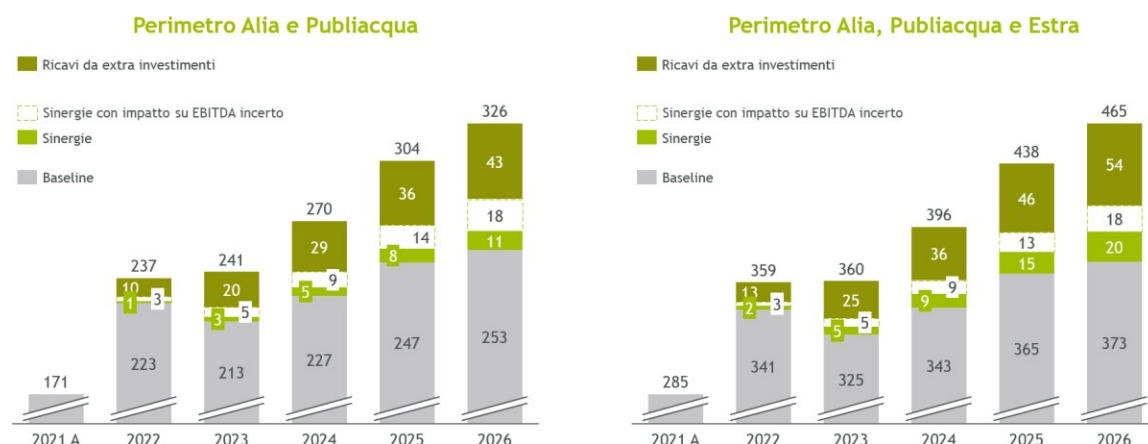
#### **Incremento degli investimenti**

- Facilità di accesso al credito per il finanziamento degli investimenti futuri
- Crescita in Toscana attraverso un percorso, come polo aggregante, di una realtà frammentata; crescita nelle regioni limitrofe dove vi è assenza di una multiutility di riferimento

**Considerando il perimetro Alia e Publiacqua, la Multiutility porterebbe benefici stimabili al 2026 in circa 70 milioni di Euro a vantaggio sia degli azionisti, che dei cittadini.**

**Includendo anche Estra, invece, i benefici stimabili al 2026 risulterebbero pari a circa 90 milioni di Euro.**

**Figura 14 – Evoluzione EBITDA (€m)**

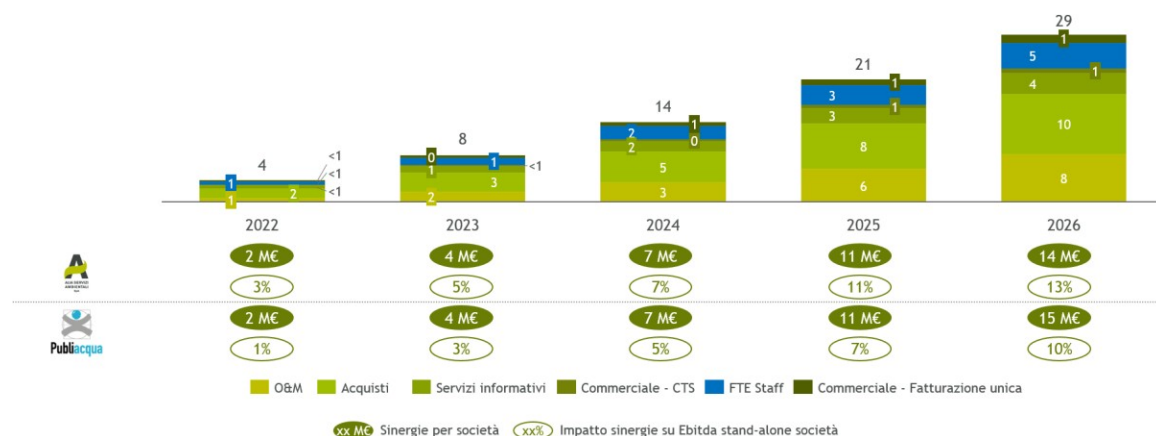


Fonte: Bilanci societari, Piani Industriali Società

## 6.2 La razionalizzazione

Considerando il perimetro ristretto di consolidamento (Alia e Publiacqua), le sinergie stimate risulterebbero pari a circa 30 milioni.

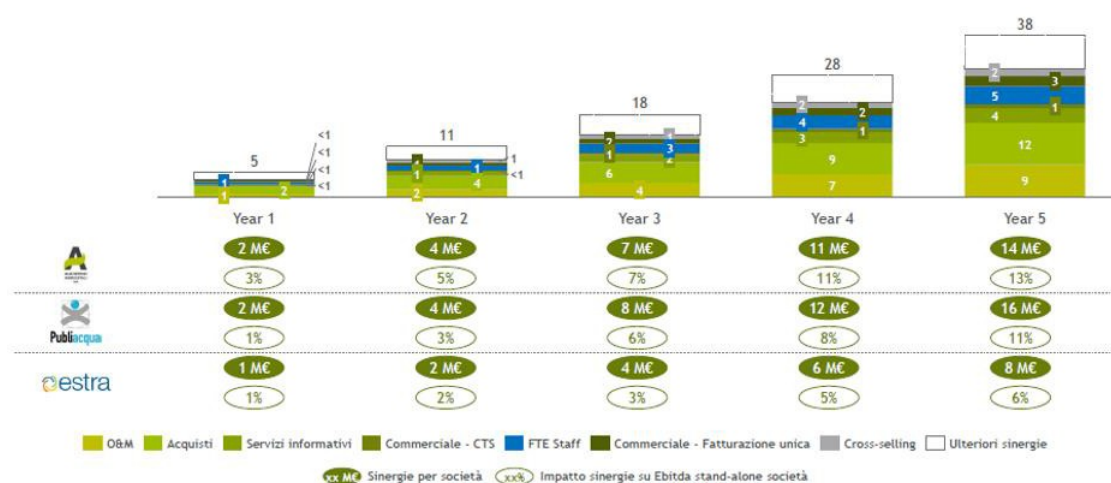
**Figura 15 – Distribuzione sinergia per leva – perimetro: Alia e Publiacqua (€m)**



Fonte: Piani Industriali Società

Includendo all'interno del perimetro Estra, le sinergie stimate potrebbero ulteriormente incrementarsi fino a circa 40 milioni, di cui una parte relative ad alcuni elementi non ancora valorizzati come lo sviluppo fotovoltaico su impianti / aree di pertinenza delle tre società .

**Figura 16** – Distribuzione sinergia per leva – perimetro: Alia, Publiacqua e Estra (€m)



Fonte: Piani Industriali Società

**Di seguito vengono forniti alcuni esempi descrittivi delle potenziali sinergie derivanti dalla fusione delle tre società:**

**Personale:** le potenziali sinergie sono stimate per circa €7m considerando costi interni ed esterni, in particolare nelle funzioni IT e Acquisti.

**Costi operativi e di gestione:** le potenziali sinergie sono stimate per circa €2m grazie alla sovrapposizione geografica delle reti di Publiacqua e Estra. A tal fine, le principali leve di risparmio riguardano l'ottimizzazione delle squadre addette alle ispezioni e manutenzioni (circa €0,7m), la razionalizzazione del centralino di pronto intervento (circa €0,4m) e l'efficientamento dei costi per la progettazione e la gestione dei lavori (circa €1,0m).

**Contatori intelligenti (smart meters):** l'impatto positivo derivante dall'installazione estesa di smart meters sulla rete di Publiacqua in arco piano è stimato in circa €7,0m grazie alla riduzione di costi di lettura e la remunerazione dell'investimento stesso (al netto dei costi di gestione per i nuovi smart meters installati). Quest'ultimo prevede un esborso medio a 5 anni pari a ~€24m, con benefici finali nel 2026 in termini di risparmio di costi operativi e ricavi aggiuntivi rispettivamente pari a circa €0.5m e circa €6.9m.

**Acquisti:** le potenziali sinergie sono stimate per circa €12m grazie a 2 principali leve di intervento:

- Ottimizzazione della base fornitori e adozione di condizioni contrattuali favorevoli (e.g. adozione di best practices cross-società) con focus su acquisti di beni e lavori – risparmio stimato pari a circa €1,8m
- Incremento del potere negoziale e aggregazione degli acquisti con focus sui servizi (e.g. fornitori gas, energia elettrica, assicurazioni, altri servizi, etc.) – risparmio stimato pari a circa €10.6m

**Complementarità dei business:** le potenziali sinergie sullo smaltimento dei fanghi sono stimate (a regime) in circa €0.5-0.6m a partire dal 2027.

Ad oggi Publiacqua smaltisce i fanghi tramite contratto di service con Acquaser che si occupa della logistica e smaltimento. A partire dal 2027 (anno di entrata in esercizio del gassificatore), Alia potrà iniziare a smaltire i fanghi anche per le altre società portando a regime il risparmio stimato.

Il biometano prodotto da Alia dal 2022 invece di essere ceduto al GSE (con sconto del 5% sul prezzo mensile del PSV), potrà essere venduto ad Estra con un upside pari a circa €0.2m/anno.

**Sistemi informativi e digitalizzazione:** le potenziali sinergie sono stimate per ~€4m grazie a 3 principali leve di intervento:

- Ottimizzazione della infrastruttura centrale (e.g., servers, data centers, etc.) – risparmio stimato pari a circa €3.1m
- Razionalizzazione infrastruttura distribuita e devices (e.g., centralizzazione acquisti e servizi) – risparmio stimato pari a circa €0.3m
- Efficientamento delle reti – risparmio stimato pari a circa €1.0m

**Costi commerciali:** le potenziali sinergie sono stimate per circa €1m grazie a 3 principali leve di intervento:

- Opportunità di generare benefici dall'allineamento al tasso di penetrazione di fatturazione elettronica dei best in class di settore, con potenziali ulteriori sinergie per la fatturazione unica su clienti comuni – risparmio stimato pari a circa €0.6 m
- Riduzione di bad debts sulla base clienti con una migliore profilazione degli stessi nel rispetto delle regole di unbundling/GDPR – risparmio stimato pari a circa €0.3m
- Possibilità di una migliore saturazione della capacità dei call-centers per la gestione dei clienti tramite la condivisione delle risorse disponibili – risparmio stimato pari a circa €0.5m

### **Sinergie finanziarie**

**Le potenziali sinergie finanziarie sfruttabili da Multiutility Toscana sono direttamente correlate con la quotazione della Società.**

Nel caso in cui la quotazione non avvenga viene fortemente limitata la potenzialità di effettuare nuovi investimenti in quanto la leva finanziaria potrebbe incrementare fino ad un massimo di 2,5x:

- Il perimetro ristretto (Alia e Publiacqua) consentirebbe un incremento della leva di 0,9x (da 1,6x) con risorse finanziarie aggiuntive pari a ca. €150m
- Il perimetro allargato (Alia, Publiacqua e Estra) consentirebbe un incremento della leva di 0,7x (da 1,8x) con risorse finanziarie aggiuntive pari a ca. €190m

In tutti e due i casi, però, le risorse finanziarie aggiuntive non risulterebbero sufficienti a coprire il fabbisogno di investimenti che si ipotizza di effettuare in arco piano.

Tramite la quotazione, le potenziali sinergie sono stimate per circa €1,2mld nel caso di perimetro ristretto e circa €1,4mld nel caso di perimetro allargato, grazie a 2 principali leve di intervento:

- Incremento della leva finanziaria fino a 2,9x (in linea con le società comparabili quotate) con risorse addizionali pari a €220m (perimetro ristretto) e €310m (perimetro allargato)
- Incremento di capitale del 49% (valore indicativo) con risorse addizionali pari a circa €1,0mld (perimetro ristretto) e circa €1,1mld (perimetro allargato)

Inoltre, si potrebbe prevedere una distribuzione di dividendi pari al 60%-80% dell'utile generato limitando l'indebitamento a meno di 2,5x e mantenendo flessibilità per eventuali ulteriori investimenti.

### **Il corporate credit rating e il rating ESG**

**Multiutility Toscana beneficerà di un corporate credit rating di gruppo, il quale rappresenta una garanzia di affidabilità e potrà portare diversi vantaggi per la nuova impresa:** dall'autovalutazione dello stato di salute economico-finanziario, alla diversificazione delle fonti di finanziamento. Attraverso la relazione che accompagna la valutazione è infatti possibile identificare e prevedere potenziali elementi di rischio, e intervenire per tempo sui fattori critici stabilendo di conseguenza le strategie di investimento e finanziamento. Inoltre, il rating costituisce un'importante informativa per gli investitori e consente all'impresa di accreditarsi a livello internazionale sia in relazione alla quotazione in borsa, sia verso le controparti commerciali.

**Il rating potrà essere sfruttato da Multiutility Toscana grazie alla maggiore solidità finanziaria, alla dimensione e diversificazione del business.**

Le altre competitor italiane, nonostante una leva finanziaria pari a c. 2,9x, hanno un rating medio pari a BBB il quale considera soddisfacente la qualità dell'attivo con una buona capacità di solvibilità finanziaria. Considerando la leva finanziaria che avrà Multiutility Toscana pari a circa 1,6x (pre-sinergie) si può preliminarmente ipotizzare come il giudizio che sarà emesso nei suoi confronti potrà essere migliore rispetto alle competitor quotate.

**Attraverso il rating l'impresa può, inoltre, ridurre la dipendenza dal credito bancario grazie all'accesso a fonti di finanziamento alternative** (peer-to-peer lending o all'emissione di bond) e rafforzare allo stesso tempo la propria percezione di affidabilità verso l'esterno.

Ad oggi, l'unica società cui è stato emesso un credit rating da società terze (Cerved) è Estra. Quest'ultimo è stato migliorato a giugno 2021, passando da una valutazione che considerava la società adeguata a far fronte agli impegni finanziari ad una che considera il profilo economico-finanziario molto buono con un rischio di credito molto più basso.

Sempre più spesso le decisioni di investimento non si basano esclusivamente su parametri “finanziari”, ma tengono conto anche dei **fattori “extra-finanziari”** ovvero ESG (Environmental, Social and Governance), che **giocano un ruolo fondamentale nel determinare la sostenibilità di un investimento nel medio-lungo periodo**. È qui che entra in campo il Rating ESG (o Rating di sostenibilità) che è un giudizio sintetico che certifica la solidità di un emittente, di un titolo o di un fondo dal punto di vista degli aspetti ambientali, sociali e di governance. Non sostituisce il Rating tradizionale ma è complementare e il suo scopo è quello di aumentare le informazioni disponibili e quindi migliorare le valutazioni e le scelte.

**Al fine di rispondere alle esigenze degli investitori e aumentare la propria attrattività, Multiutility Toscana potrebbe concentrarsi sulle seguenti aree:**

- Introduzione di un modello di governance più trasparente e aperto al contributo attivo degli investitori
- Rendicontazione degli impatti ambientali e comunicazioni di informazioni più frequenti e dettagliate sull’attività dell’azienda
- Miglioramento degli impatti sociali ed economici, diretti e indiretti che l’impresa genera nel territorio in cui opera
- Elaborazione di un piano industriale che includa kpi di sostenibilità nel medio-lungo periodo
- Creazione di relazioni efficaci con i partner finanziari
- Rafforzamento e fidelizzazione della presenza territoriale con le amministrazioni, le comunità
- Partnership con sistema associativo ed imprenditoriale territoriale.

**L’accesso al mercato del debito in termini di costi e capacità**

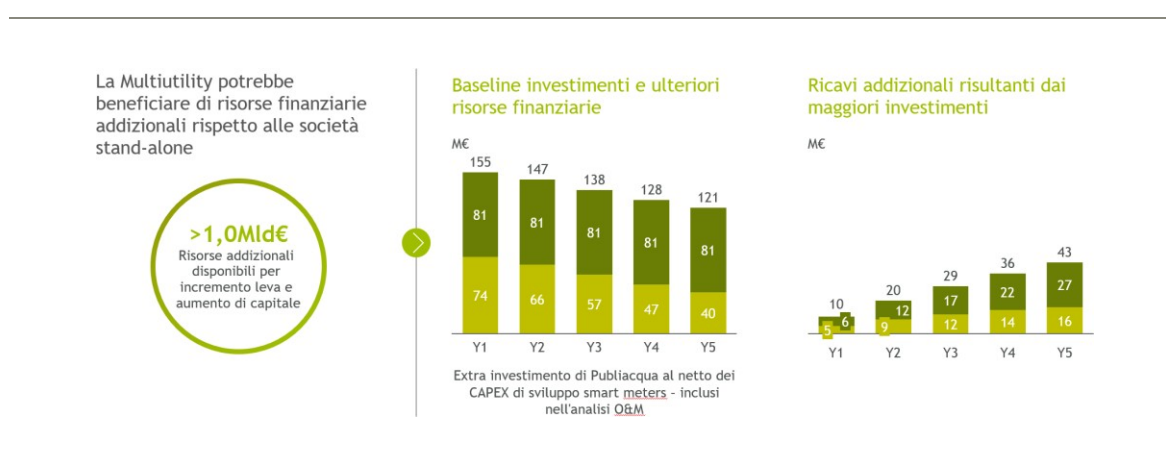
**La possibilità di quotazione porta a numerosi vantaggi, in termini di costi e accesso ad una pluralità di canali di raccolta di capitali.** A tal fine, gli strumenti di indebitamento utilizzabili da Multiutility Toscana si ampliano notevolmente grazie alla possibilità di ricorrere al mercato del debito (ad es. obbligazioni e obbligazioni convertibili) alternativo al tradizionale canale bancario. La società ha, quindi, la possibilità di godere di **una maggiore autonomia rispetto al solo canale creditizio, il quale può limitare il potere dei soci anche in termini di investimento e distribuzioni**. Il tasso di interesse che Multiutility Toscana pagherebbe agli investitori risulterebbe inferiore al tasso di interesse disponibile sul tradizionale mercato bancario. Inoltre, grazie ad una leva finanziaria bassa rispetto alle comparabili quotate, la società avrebbe maggior libertà nelle tipologie e nell’ammontare di debito portato in emissione sul mercato. Questo le consentirebbe di reperire risorse finanziarie in base a specifiche esigenze societarie, in condizioni di mercato maggiormente favorevoli, aumentando la scadenza del debito e mitigando il rischio di rialzo dei tassi di interesse.

## 6.3 Gli investimenti

**L'operazione permetterebbe di realizzare ulteriori benefici per maggiore capacità di investimento e porterebbe un aumento di ricavi associato.** La multiutility potrebbe infatti beneficiare di risorse finanziarie addizionali rispetto alle società stand-alone.

Considerando il perimetro con Alia e Publiacqua, si potrebbero ottenere oltre 220 milioni di Euro di incremento di leva finanziaria e un aumento di capitale del 49% compreso tra 800 milioni e 1,2 miliardi di Euro<sup>4</sup>. **I ricavi addizionali risultanti dai maggiori investimenti sarebbero pari a circa €43 milioni al termine del quinto anno.**

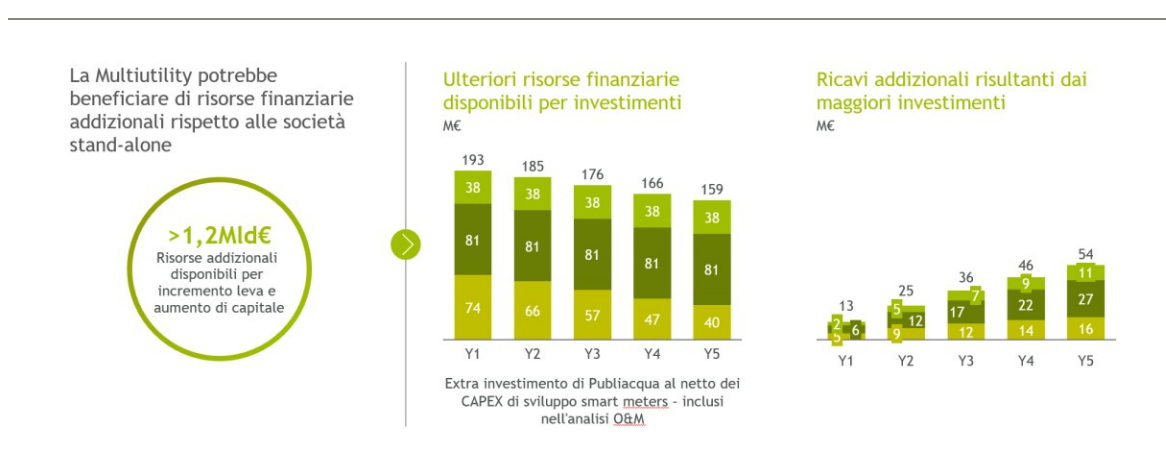
**Figura 17** – Risorse finanziarie disponibili – Perimetro: Alia e Publiacqua (€m)



Fonte: Piani Industriali Società

**Considerando anche Estra, invece, Multiutility Toscana potrebbe beneficiare di oltre 1,2 miliardi di Euro di risorse addizionali disponibili per l'incremento della leva e per un aumento di capitale del 49%<sup>4</sup>. Al termine del quinto anno i ricavi addizionali risultanti dai maggiori investimenti sarebbero pari a circa €54m.**

**Figura 18** – Risorse finanziarie disponibili - Perimetro: Alia, Publiacqua e Estra (€m)

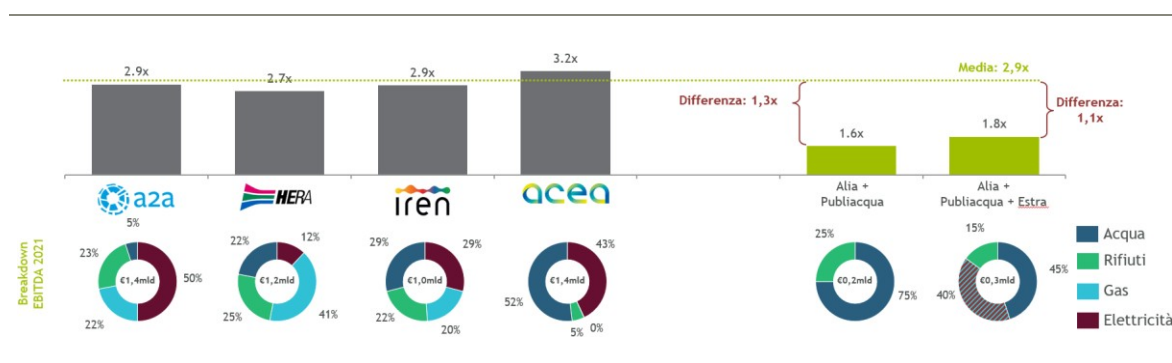


<sup>4</sup> I valori dovranno essere validati in fase di redazione del piano industriale definitivo e sono a scopo illustrativo



La possibilità di incrementare il debito non peggiorerebbe la struttura finanziaria della società, poiché la leva finanziaria complessiva post-fusione risulterebbe significativamente inferiore rispetto alla media delle altre multiutility italiane.

**Figura 19** – Capacità di indebitamento (€m)



Fonte: Bilanci Societari Società

Grazie alle nuove risorse finanziarie, la Multiutility avrebbe la possibilità di incrementare gli investimenti per c. €140m l'anno (circa €180m con Estra). Questi ultimi darebbero la possibilità a Multiutility Toscana di avere ricavi aggiuntivi pari a c. €43m dopo 5 anni (€54m con Estra).

## 6.4 La crescita verticale

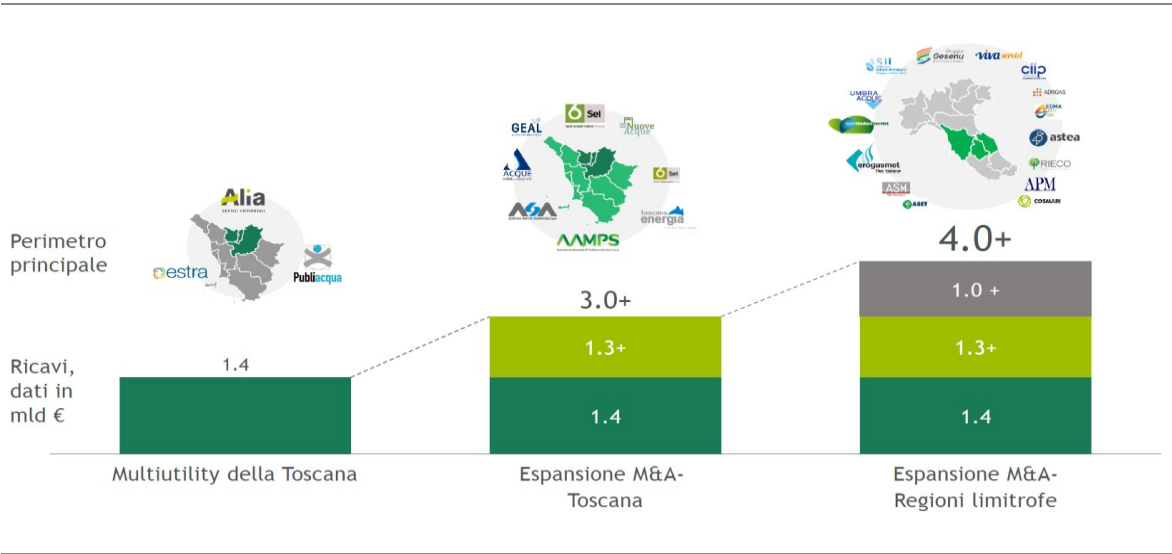
**La Multiutility ha potenzialità di crescita come polo aggregante in Toscana e nelle regioni limitrofe, in un percorso di consolidamento dei servizi pubblici**

L'espansione tramite acquisizioni consentirebbe a Multiutility Toscana di raggiungere ricavi superiori a €3.0mld nel caso in cui le operazioni si concentrassero all'interno della regione e €4.0mld se le operazioni si focalizzassero anche sulle regioni limitrofe.

**La strategia acquisitiva dovrebbe prevedere sia il consolidamento all'interno del territorio di riferimento sia l'integrazione del portafoglio servizi.** Le altre multiutility italiane che hanno intrapreso un percorso di aggregazione, oltre a rafforzare e migliorare le performance operative, hanno anche avuto **impatti positivi sulla soddisfazione degli utenti sul territorio**, oltre a una politica di valorizzazione della remunerazione verso i soci che hanno in questi anni potuto godere di una maggiore forza di investimento verso servizi e politiche pubbliche.

Per quanto riguarda il consolidamento nelle regioni limitrofe, la strategia acquisitiva potrebbe prevedere l'acquisizione di player mono-business (rifiuti, distribuzione, energia) su scala nazionale o lo sviluppo di una filiera integrata all'interno del business di riferimento, anche fuori dalla Toscana. Il consolidamento territoriale, invece, potrebbe prevedere l'acquisizione di asset strategici per completare l'offerta lungo la catena del valore.

Figura 20 – Crescita verticale



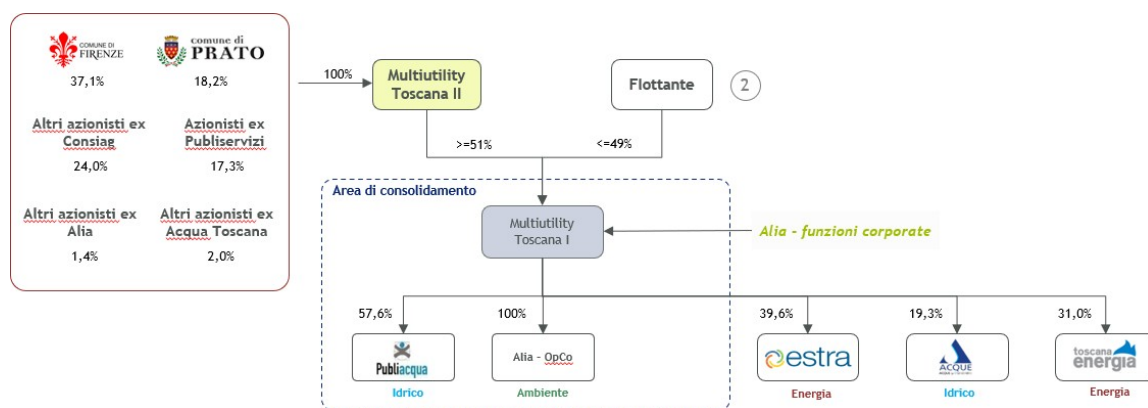
Fonte: Informazioni pubbliche

## 7 La quotazione in borsa

La quotazione sui mercati regolamentati da parte della Multiutility sarà preceduta dalla creazione di una nuova holding pubblica (Multiutility Toscana II) in cui i Soci Pubblici conferiranno il 100% delle partecipazioni di Multiutility Toscana I. In tal modo almeno il 51% del capitale sociale di Multiutility Toscana I resterà detenuto dalla Multiutility Toscana II (pubblica) e fino al 49% sarà offerto al mercato (Fig. 14 Post-IPO).]. Alternativamente i Soci Pubblici potrebbero vincolarsi mediante patti di sindacato per la gestione unitaria della società quotata.

Con meccanismo dei “voti doppi”, adottato oggi da diverse utility quotate, la compagine pubblica potrebbe inoltre detenere il controllo anche a fronte di una riduzione di partecipazione o controllare l’assemblea straordinaria anche senza detenere i 2/3 delle azioni.

Figura 21 – Struttura post-IPO



Fonte: Bilanci societari

I principali razionali alla base dell’avvio di un processo di quotazione possono essere riassunti come segue:

- **Accesso a nuove risorse finanziarie** tramite il rafforzamento della struttura del capitale;
- **La presenza sul mercato di Borsa consente di utilizzare strumenti di raccolta preclusi alle società non quotate** e permette di collocare più facilmente gli strumenti finanziari emessi. Ciò agevola l’impostazione o il riequilibrio della struttura finanziaria della società compatibilmente con la struttura degli investimenti. Inoltre, consente il miglioramento dello standing creditizio e una riduzione del costo complessivo del debito;
- **Miglioramento della visibilità societaria** e rafforzamento della posizione nei confronti di fornitori, clienti e finanziatori; tale vantaggio ha effetti di natura commerciale molto rilevanti. Le società quotate, infatti, grazie alla trasparenza imposta dai mercati finanziari, acquisiscono una maggiore “affidabilità” rispetto alle società concorrenti non quotate; alle società quotate viene spesso associata, di fatto, una valutazione del business meno rischiosa.

La quotazione è anche un'importante possibilità per rendersi visibili alla comunità economica e finanziaria: il reputation capital diventa per l'impresa una leva di marketing;

- **Maggiore accountability e attenzione verso gli stakeholders;** la pubblicazione al mercato delle notizie concernenti significativi mutamenti della vita societaria e la certificazione annuale di bilancio, implicano una maggiore tutela degli stakeholders.
- **Apertura di un canale maggiormente semplificato per futuri bisogni di capitale, ampliando la scelta di strumenti finanziari utilizzabili** (ad es. Obbligazioni e Obbligazioni Convertibili). La possibilità di ricorrere a strumenti di debito alternativi al canale bancario, consentirebbe alla società di investire nella crescita ed in altri progetti strategici. Il tasso di interesse che le società pagano agli investitori in obbligazioni è, di solito, inferiore al tasso di interesse disponibile sul tradizionale mercato creditizio. Inoltre, i titoli di debito come le obbligazioni liberano le imprese dalle stringenti garanzie che sono spesso collegate ai prestiti bancari. Nel settore delle Utilities Integrate (es. Acea, Hera, A2A, Iren), le società hanno sfruttato le favorevoli condizioni di mercato per allungare il tenor (scadenza del debito) e mitigare il rischio di rialzo dei tassi di interesse (Fig. 14).
- **Sviluppo di una cultura societaria basata sul raggiungimento di obiettivi** e sempre attenta al confronto delle performance dei competitor;
- **Sostenimento della strategia di crescita esterna** rendendo possibili acquisizioni carta-contro-carta
- **È favorita la partecipazione attiva alla società soggetti del territorio alla vita della società** al suo indirizzo e controllo- in particolare è favorita la partecipazione di utenti che condividono obiettivi ambientali e che contribuiscono attivamente al loro raggiungimento (Raccolta differenziata- risparmio idrico, pagamento puntuale e contenimento circolante)
- **È favorita la partecipazione attiva dei lavoratori** cui sono destinati meccanismi di premialità salariale collegata a obiettivi di efficienza liquidati in azioni
- **Distribuzione dei dividendi potenzialmente più stabile** e meno vincolata a specifiche clausole contrattuali
- **Potenziale incremento del valore delle partecipazioni** e acquisizione di un titolo liquido con possibilità di monetizzazione veloce sul mercato

**La compagine pubblica con la quotazione manterrà il controllo degli azionisti pubblici mediante un accordo senza limiti temporali a non vendere il 51 % delle azioni della società.** Il pacchetto azionario di controllo verrà conferito in un'ulteriore società holding nel cui statuto sono definite le regole di per la nomina dei membri del cda della società quotata. Le regole di governance favoriscono la costruzione di ampie maggioranze ed ampio coinvolgimento delle diverse specificità territoriali nell'individuazione del top management e nella composizione del consiglio.

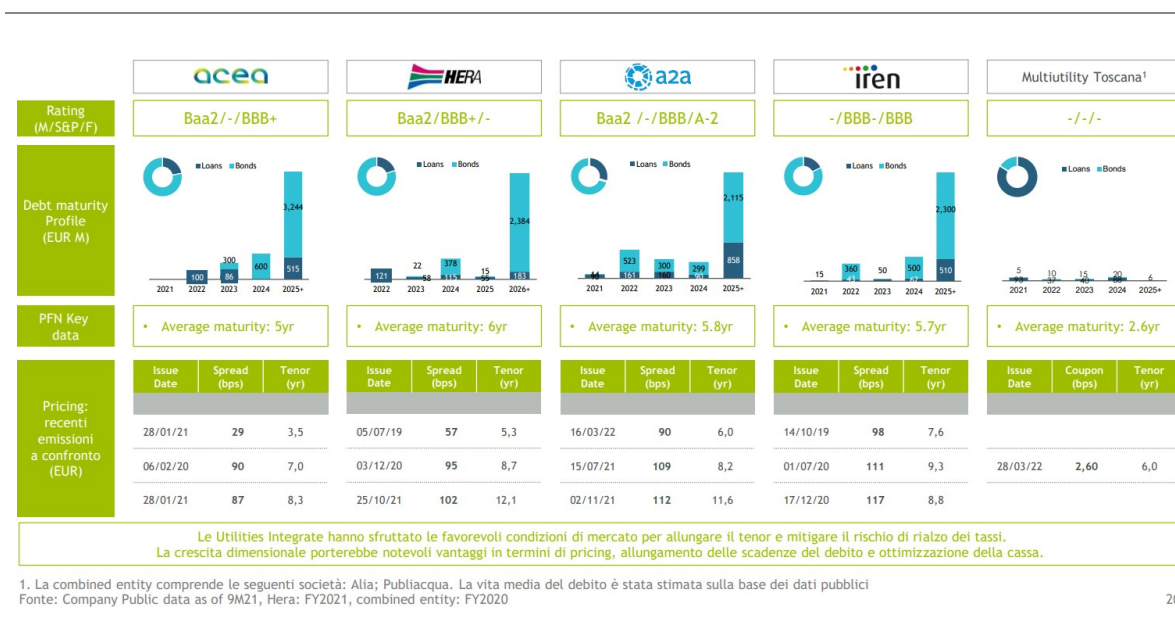
**E' favorita la partecipazione di soci investitori di lungo periodo,** quegli investitori disposti a bilanciare rendimenti e obiettivi di sostenibilità.

In particolare, sono previste azioni a voto maggiorato, che attribuiscono due voti per ogni azione decorsi se detenute per un periodo superiore: il beneficio per i soci pubblici è legato alla considerazione che essi non avendo intenzione di vendere le loro azioni potranno disporre di una robusta capacità di controllo dell'assemblea su tutte le materie e favoriranno la selezione di investitori che condividono i piani a lungo termine della società. E' inoltre previsto, contestualmente, un limite del 5% del capitale sociale alla partecipazione che potrà essere detenuta da ciascun socio privato, con sterilizzazione dei diritti sociali per l'eventuale partecipazione di ciascun socio privato che ecceda la soglia del 5%.

Sarà possibile emettere azioni in favore degli utenti della Multiutility in un'ottica di fidelizzazione dei clienti e di coinvolgimento degli utenti serviti sia al conseguimento degli obiettivi economici sia di quelli di sostenibilità. La società potrà infatti prevedere privilegi economici per quegli Sharesumer (azionisti e utenti) che grazie ai loro comportamenti virtuosi (puntualità nei pagamenti, efficacia della raccolta differenziata, partecipazione alle assemblee) permettono alla totalità degli azionisti di valorizzare la loro partecipazione.

Con la stessa logica la società potrà emettere azioni per premiare i dipendenti che con il loro lavoro favoriscono il conseguimento degli obiettivi di piano in termini di efficienza e produttività.

Figura 22 – Struttura del debito dei competitors



Fonte: Bilanci societari

Uno degli aspetti maggiormente rilevanti per la nuova *newco* risulterebbe essere quello finanziario, grazie alla maggior possibilità di indebitamento derivante dall'aggregazione.

Inoltre, l'utilizzo di strumenti di debito alternativi al classico canale creditizio e la crescita dimensionale della nuova *entity* porterebbero a notevoli vantaggi in termini di pricing, allungamento delle scadenze del debito e ottimizzazione della cassa.

Nella tabella di sintesi finale, in una simulazione, si valutano alcuni dei vantaggi economici finanziari conseguibili con la quotazione in borsa confrontata con la sola aggregazione dello stesso perimetro in un'unica realtà interamente pubblica.

**Figura 23** – Potenziali vantaggi della quotazione – sintesi numerica

	Alia + Publiacqua			Alia + Publiacqua + <i>Estra</i>		
	No quotazione	Quotazione	Delta (quotazione vs non)	No quotazione	Quotazione	Delta (quotazione vs non)
Aumento del debito (A)	150m	220m	+70m	190m	310m	+120m
Aumento di capitale (B)	-	ca. 1mld	+1mld	-	ca. 1,1mld	+1,1 mld
Reperimento di risorse (A+B)	150m	1,2mld	+1.1 mld	190m	ca. 1,4mld	+1.2 mld
Dividendi	ca. 80m	ca. 240m	142	117m	250m	+133m
Costo del debito	2,5% - 3,0%	0,9% - 1,3%	+1,7%	2,5% - 3,0%	0,9% - 1,3%	+1,7%

Note: I valori dovranno essere validati in fase di redazione del piano industriale definitivo e sono a scopo illustrativo

## 8 Ulteriori risultati gestionali conseguibili

### 8.1 La qualità dei servizi

La creazione di Multitutility Toscana permette di fornire ai cittadini un'unica controparte in grado di fornire più servizi contemporaneamente. **I miglioramenti ottenibili possono essere riassunti in termini di:**

- **Qualità dei servizi:** il miglioramento deriva dall'utilizzo di sistemi omogenei gestiti in via consolidata da un'unica società del gruppo. Ad esempio, l'utilizzo di un call center centralizzato permette di avere sia una miglior saturazione della capacità (risparmio stimato pari a ~10%) sia un rafforzamento delle attività di cross/up-selling nel canale inbound (incentivando gli agenti/operatori del call center). Inoltre, tramite l'utilizzo della fatturazione elettronica potrebbero crearsi ulteriori sinergie grazie all'utilizzo della fatturazione unica per tutti i servizi offerti dalla Multiutility
- **User experience:** l'omogeneizzazione e semplificazione dell'esperienza complessiva dell'utente può essere attuata tramite lo sviluppo di App. I vantaggi che ne derivano riguardano sia l'utente finale (e.g., gestione automatizzata e comunicazione dei consumi dell'acqua in tempo reale), ma anche la gestione operativa di Multiutility Toscana. In quest'ultimo caso, infatti, lo sviluppo di questi sistemi permette di offrire funzionalità di monitoraggio degli asset e di diagnostica, l'invio di allarmi al verificarsi di problematiche come eventi o superamenti di soglie, l'integrazione con i sistemi ERP e la costruzione di piani di manutenzione dettagliati per gli operatori sul campo
- **Identità:** lo sviluppo di un programma di fidelizzazione e l'offerta di servizi ed eventi locali per rafforzare la relazione con il territorio creerebbero una maggior soddisfazione dall'acquisto di beni e servizi effettuati da Multiutility Toscana e aumenterebbero il senso di appartenenza dei clienti.

### 8.2 Le tariffe

#### La regolazione dei servizi a rete

I servizi a rete si configurano come monopoli naturali, contesti nei quali la duplicazione delle infrastrutture e la competizione nel mercato non sarebbero in grado di offrire vantaggi di prezzo.

**Un monopolio regolato, attraverso l'intervento di un Regolatore indipendente che emula gli effetti di un mercato competitivo, assicura dunque prezzi efficienti e qualità** tipici di un contesto competitivo di mercato. Tale opportunità non dipende solo da fattori ingegneristici (intensità dell'uso delle infrastrutture, dimensione, etc.) ma anche dai processi di gestione. Se questi sono capaci di integrare fattori economici e sociali nell'impresa regolata possono assicurare prezzi più bassi rispetto alla competizione tra diversi operatori nel mercato.

Al crescere della numerosità degli utenti serviti, infatti, il costo medio per servirli diminuisce e il costo marginale per servire un cliente ulteriore rispetto a quelli già serviti si dimostra più basso in maniera crescente rispetto alla numerosità totale dei clienti.

In questo contesto la determinazione del prezzo che pagano gli utenti è sottratta alla libertà dell'impresa ed è determinato ed imposto ad essa da autorità pubbliche che, mediante analisi e stimoli, impongono il prezzo evitando che l'impresa regolata approfitti della situazione di monopolio.

### **I costi d'investimento e i costi di gestione**

La gestione di un servizio pubblico si compone essenzialmente di **due categorie di costi**: quelli d'investimento e quelli di gestione.

**I costi d'investimento** garantiscono la prestazione nel tempo assicurando i mezzi fisici necessari e, quando **ben orientati, riducono i costi di gestione**. Gli investimenti servono gli utenti per tempi molto lunghi che spesso travalicano le generazioni.

L'impianto dell'Anconella, la diga di Bilancino e il biodigestore di Casa Sartori, serviranno almeno le due prossime generazioni ed è ragionevole ed opportuno che i costi per la loro realizzazione siano distribuiti nel tempo, attraverso tariffe che riflettano il costo d'uso.

### **Il finanziamento degli investimenti e la tariffa**

I costi di gestione sono riconosciuti nella tariffa a consuntivo (gli utenti pagano i costi efficienti degli operatori). I costi efficienti riconosciuti in tariffa sono individuati confrontando le soluzioni dei diversi operatori e sollecitando con premi e penalità i meno efficienti ad allinearsi ai più bravi.

I costi d'investimento sono riconosciuti e pagati dalla tariffa includendo la quota dell'uso per l'anno in corso del valore dell'investimento (ammortamento) e il costo finanziario per il residuo investimento non ancora pagato dagli utenti (non ammortizzato).

Per finanziare un investimento che servirà diverse generazioni e potrà generare efficienze sul costo di gestione si dovrà ricorrere al debito. Si prenderanno soldi a prestito che si ripagheranno nel tempo con la tariffa che gli utenti pagheranno anno dopo anno mentre godranno delle prestazioni e delle riduzioni di costo delle infrastrutture.

### **Il costo del capitale**

Una infrastruttura si realizza a debito grazie alla capacità dell'impresa che gestisce il servizio pubblico di offrire sufficienti garanzie a coloro che prestano danaro che sarà ripagato nel tempo. Tale delicato equilibrio determinerà sia la capacità assoluta in termini di quantità d'investimenti realizzabili sia l'efficienza e l'economicità del costo che l'impresa sosterrà per finanziarli.



In altri termini, la solidità patrimoniale e la natura dell'impresa che s'indebita determinerà la capacità di ottenere danaro e il costo che sosterrà per il prestito.

Se un'azienda non riesce ad offrire sufficienti garanzie non solo pagherà caro il prestito ma esso sarà limitato in quantità.

I finanziatori prestano più volentieri in quantità e a costo più basso il denaro a coloro che hanno già investito molto capitale nell'impresa da finanziare. Il capitale già investito, e posto quindi a rischio nell'attività, costituisce uno scudo e una protezione per quello preso in prestito.

### **Influenza delle politiche di ammortamento sulle tariffe in Toscana**

Le imprese che gestiscono servizi a rete in Toscana stanno colmando un fabbisogno di infrastrutture straordinario che deriva da ritardi accumulati negli ultimi decenni del secolo scorso.

Per effetto della scarsa dimensione delle imprese che gestiscono i servizi idrici e per la loro debolezza patrimoniale (rapporto tra debito e capitale investito dai soci) hanno saturato la capacità strutturale di fare debito senza riuscire a soddisfare il fabbisogno.

**Per realizzare gli investimenti necessari il sistema delle imprese toscane e la regolazione hanno dovuto esercitare una facoltà che ha avuto ed ha pesanti ripercussioni sulle tariffe pagate dagli utenti.**

Il sistema di regolazione prevede infatti che, quando c'è un divario da recuperare, si possa aumentare la quota degli investimenti che annualmente le tariffe ripagano (ammortamento). Un'opera invece che essere ripagata in vent'anni si ripaga in quindici, aumentando di conseguenza le tariffe applicate agli utenti e facendo fluire più cassa per ripagare il debito più velocemente e ridurre il livello massimo d'indebitamento. Si aumenta, attraverso le tariffe crescenti la quota che le imprese finanziano autonomamente e si riduce il ricorso al debito. Per effetto di questa pratica **l'attuale generazione sta pagando investimenti per una quota maggiore di quello che effettivamente utilizzerà e ciò sia per recuperare il gap infrastrutturale maturato nei decenni precedenti**, sia perché le imprese che gestiscono i servizi pubblici non riescono a finanziarsi adeguatamente.

**La costituzione di una multiutility permette di offrire al mercato del debito una varietà di garanzie perché l'impresa diventa titolare di una molteplicità di concessioni e può diluire il rischio del debito su diverse attività connesse tra loro.** In questo modo chi finanzia non pretende che il debito sia ripagato da ogni singola infrastruttura prima della fine del contratto, ma si affida al fatto che l'impresa può comunque contare su diverse gestioni e infrastrutture. L'aumento di capitale sottoscritto in borsa aumenta la solidità patrimoniale dell'impresa che s'indebita aumentando le garanzie perché si incrementa la quantità di capitale posto a rischio che fa da scudo al debito che si contrarrà.

Grazie a questa rinvigorita capacità d'indebitarsi, gli investimenti potranno essere ripagati dalla tariffa secondo la loro effettiva vita utile in modo che ciascun utente paghi in relazione all'utilizzo

che ne fa, senza alterare il peso che si applica in tariffa per sopperire alla debolezza della struttura patrimoniale dell'impresa.

## Il caso dell'acqua

Tale pratica dell'accelerazione degli ammortamenti è stata utilizzata nel caso dell'acqua garantendo un elevato livello di investimenti nell'ultimo decennio ma anche generando consistenti aumenti.

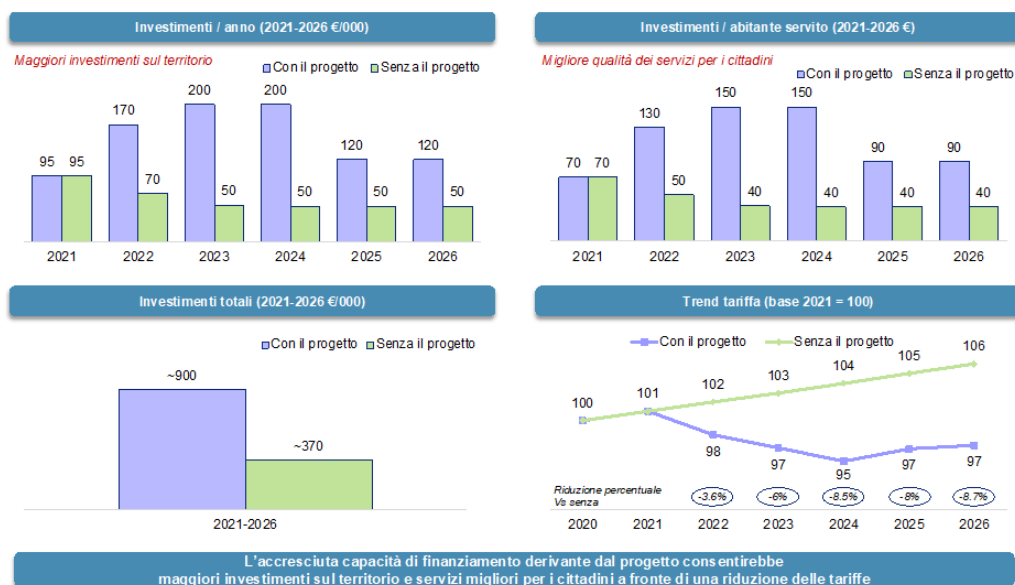
**Con la realizzazione del progetto multiutility si potrà far leva sia sulle garanzie diffuse delle diverse attività industriali sia sul rafforzamento della struttura patrimoniale conseguente all'aumento di capitale offerto in IPO.** Grazie a tutto ciò il nuovo soggetto potrà sostenere un più elevato indebitamento.

In tale contesto la tariffa potrà ripagare esclusivamente il valore utilizzato in quell'anno secondo la vita utile tecnica di ciascun bene. Gli utenti e le generazioni potranno dunque pagare una tariffa commisurata all'effettivo utilizzo delle infrastrutture senza dover pagare di più solo per sopperire alla debolezza finanziaria strutturale dell'impresa che gestisce il servizio.

A mero titolo di esempio si è ipotizzata, per il caso di Publiacqua, nel quadro di un'estensione della concessione e di una rinvigorita capacità di debito del nuovo soggetto, una pianificazione d'investimenti ed uno sviluppo tariffario coerente con tali assunzioni.

Come si evince si possono più che raddoppiare gli investimenti in nuove infrastrutture diminuendo la tariffa rispetto alla situazione inerziale. Pur trattandosi di un esercizio simulativo esso dimostra la concreta possibilità di aumentare gli investimenti e contenere la tariffa praticata agli utenti.

Figura 24 – Effetto delle tariffe del progetto – Il caso Publiacqua



### 8.3 I dividendi

Ai fini dell'analisi preliminare sui dividendi è stata effettuata una simulazione che tiene conto delle sinergie finanziarie ed industriali che verrebbero a generarsi dall'aggregazione di Alia e Publiacqua.

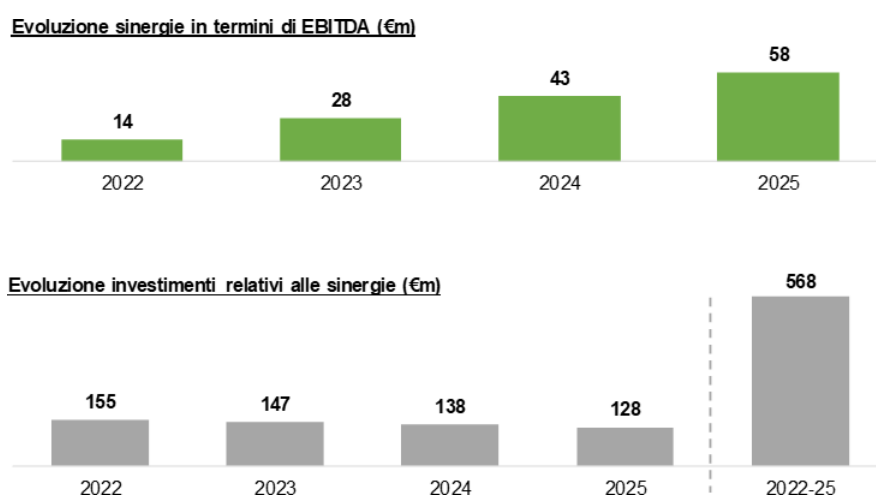
#### Situazione pre-operazione

I dividendi percepiti dai Soci Pubblici sono quelli attualmente stimati da ciascuna società nel proprio Piano Industriale, senza assumere l'aggregazione nella Multiutility.

#### Sviluppo di sinergie industriali post-aggregazione

Ad esito dell'aggregazione, si potranno sviluppare le sinergie industriali precedentemente illustrate. Si riportano di seguito l'evoluzione delle sinergie di costo e di ricavo ed i relativi investimenti necessari.

**Figura 25** – Evoluzione delle sinergie industriali, degli investimenti relativi alle sinergie



Fonte: Elaborazioni BCG

Note: Stime basate su situazione patrimoniale antecedente il 31/12/2021

#### Quotazione e sviluppo di sinergie finanziarie

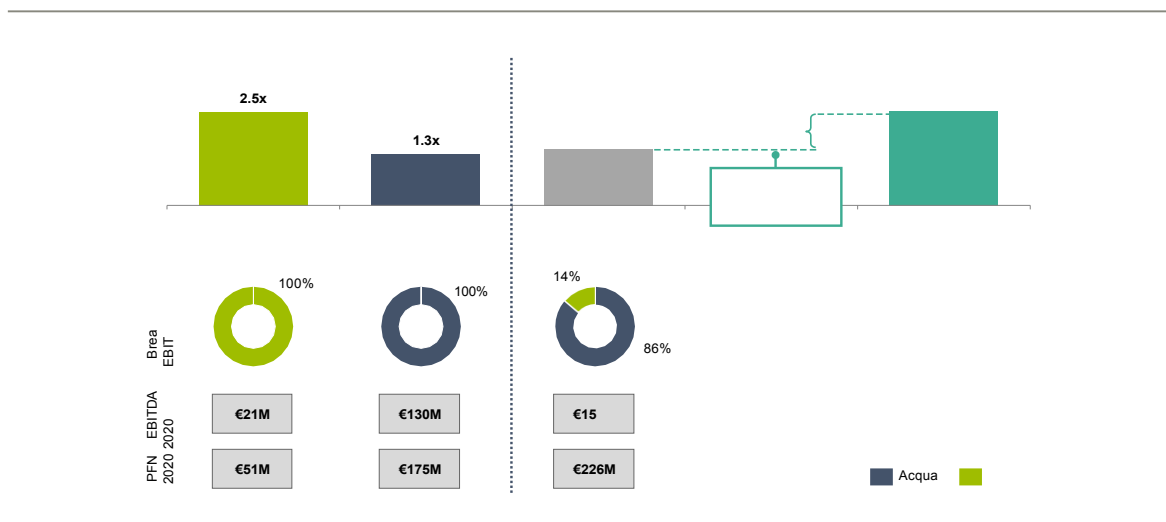
Senza la quotazione viene fortemente limitata la possibilità di poter effettuare ingenti investimenti: considerando il perimetro Alia e Publiacqua, la Multiutility avrebbe una leva finanziaria (Posizione Finanziaria Netta/EBITDA) di 1,6x e considerando i business in cui opera si potrebbe preliminarmente ipotizzare di poterla incrementare fino ad un massimo di 2,5x. Le risorse finanziarie aggiuntive saranno potenzialmente quindi nell'ordine di €150m, non sufficienti a coprire il fabbisogno di investimenti che si ipotizza di effettuare nell'arco dei prossimi anni.

**Con la quotazione si potrebbe ipotizzare che la Multiutility possa raggiungere una leva finanziaria in linea con quella delle società comparabili quotate, che attualmente è pari a ca. 2,9x, il che**

significherebbe poter incrementare la leva di 1,3x rispetto alla situazione attuale e quindi accedere a ulteriori risorse finanziarie per €220m.

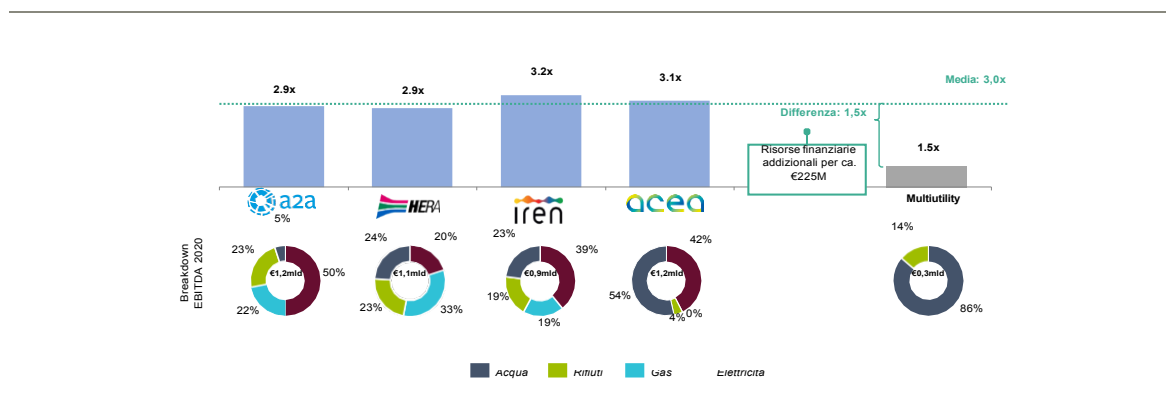
Inoltre, la quotazione della società con un aumento di capitale minimo del 25% permetterebbe di apportare risorse finanziarie potenzialmente stimabili in ca. €300m (in funzione del valore della quotazione), che sommate a quelle che derivano dal maggior indebitamento (€220m) porterebbe un totale di ca. €520m a sostegno degli investimenti previsti.

Figura 26 – Leva finanziaria della società risultante dall'aggregazione



Fonte: Elaborazioni sulla base dei Piani Industriali delle società

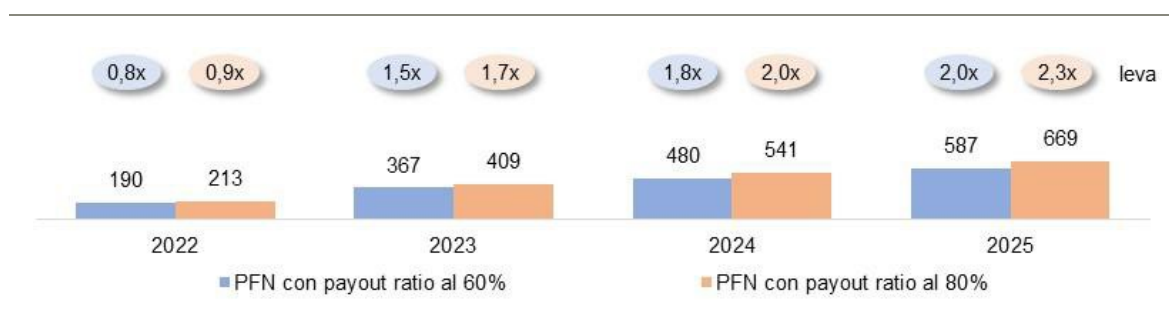
Figura 27 – Leva finanziaria della società comparabili quotate



Fonte: Bilanci societari

Si potrebbe inoltre prevedere una distribuzione di dividendi pari al 60%-80% dell'utile generato, con un costo del debito preliminarmente ipotizzato in 2%, limitando l'indebitamento a meno di 2,5x e mantenendo flessibilità per eventuali ulteriori investimenti.

**Figura 28** – Evoluzione della Posizione Finanziaria Netta (€m) e della leva (x)

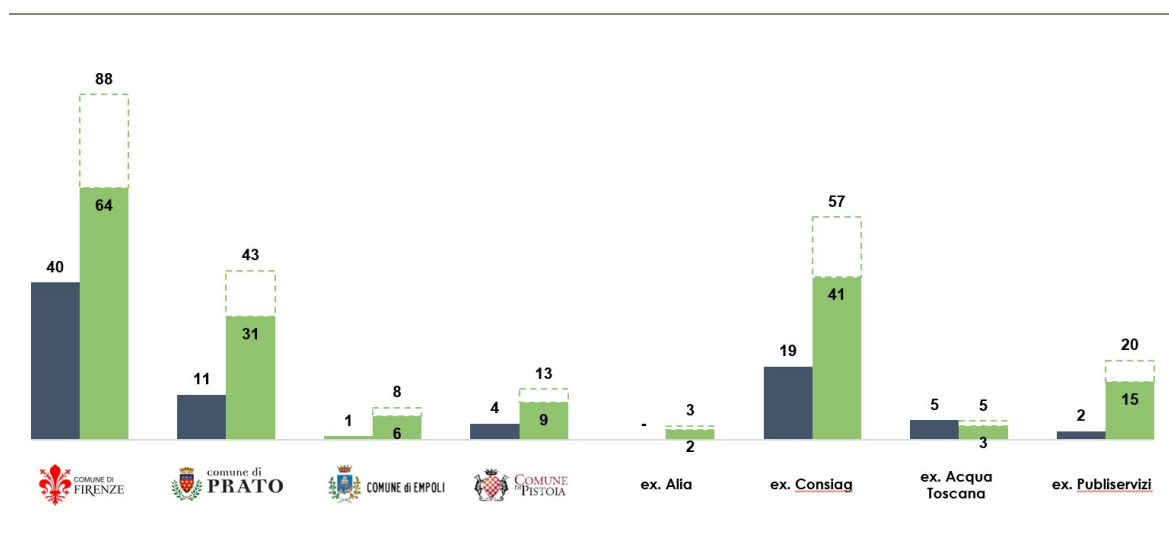


Fonte: Analisi sulla base dei piani industriali delle società e delle sinergie individuate da BCG

Note: Stime basate su situazione patrimoniale antecedente il 31/12/2021

Nel grafico sottostante viene mostrato un confronto tra i dividendi che i soci prevedono di incassare in arco piano e quelli ipotizzati con la creazione della Multiutility e la sua quotazione:

**Figura 29** – Totale dividendi distribuiti in arco piano 2022-25 (€m)



Fonte: Piani Industriali delle società

Da questa preliminare analisi si evince che gli azionisti della Multiutility, ad esito dell'operazione, potranno beneficiare di maggiori dividendi rispetto agli attuali grazie alle sinergie finanziarie ed industriali da essa scaturenti. A titolo esemplificativo, il Comune di Firenze passerebbe da una media di €40m/anno a ca. €65-90m nello scenario post quotazione (più conservativo a livello di indebitamento e con l'ingresso di nuovi soci dal mercato).

Firmato digitalmente da: CIOLINI NICOLA

Data: 29/04/2022 14:23:57

Firmato digitalmente da: IRACE ALBERTO

Data: 29/04/2022 14:26:59