
Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Laboratorio SPL

Collana Acqua

Abstract

Le buone regole stanno spingendo gli operatori del servizio idrico ad abbracciare procedure gestionali più trasparenti ed efficienti, ponendo le basi per un miglioramento della redditività e della solidità finanziaria.

Il consolidamento dell'industria si è faticosamente rimesso in moto: Piemonte, Liguria, Veneto, Lombardia e Friuli V.G. sono teatro di fusioni e acquisizioni.

Water service operators are led by good rules to embrace more transparent and efficient management procedures, setting the basis to improve profitability and financial soundness.

The consolidation of the industry has started to get going again: Piedmont, Liguria, Veneto, Lombardy and Friuli V.G. are theaters of mergers and acquisitions.

REF Ricerche srl, Via Aurelio Saffi, 12, 20123 - Milano (www.refricerche.it)

Il Laboratorio è un'iniziativa sostenuta da (in ordine di adesione): ACEA, Utilitalia-Utilitatis, SMAT, IREN, CO.MO.I. Group, Veolia, Acquedotto Pugliese, HERA, Metropolitana Milanese, CRIF Ratings, Cassa per Servizi Energetici e Ambientali, Cassa Depositi e Prestiti, Viveracqua, Romagna Acque, Water Alliance, CIIP, Abbanoa.

Il presente lavoro è frutto di una collaborazione tra il Laboratorio REF Ricerche e CRIF Ratings

Gruppo di lavoro: Donato Berardi, Marco Bonsanto, Francesca Casarico, Francesca Fraulo, Samir Traini, Ilenia Sabato, Nicolò Valle

e-mail: laboratorio@refricerche.it

Gli ultimi contributi

- n. 81 - Acqua - Il settore idrico chiama la finanza: la bancabilità del sistema e l'accesso al credito, giugno 2017*
- n. 82 - Acqua - Tariffe non domestiche: l'obiettivo è semplificare, giugno 2017*
- n. 81 - Acqua - La regolazione della qualità contrattuale: il primo banco di prova, maggio 2017*
- n. 80 - Acqua - Concorrenza nella vendita di acqua: opportunità o forzatura?, aprile 2017*
- n. 79 - Acqua - Finanziamenti al servizio idrico: arrivano le garanzie del "Piano Juncker", aprile 2017*
- n. 78 - Acqua - La tariffa pro capite: una scelta di equità, marzo 2017*
- n. 77 - Acqua - Qualità tecnica: misurare per premiare, febbraio 2017*
- n. 76 - Acqua - Gestione unica: chi vigila su affidamenti e subentri?, febbraio 2017*
- n. 75 - Acqua - Nuovo codice degli appalti: per i bandi dell'idrico il tracollo sfiora il 50%, gennaio 2017*
- n. 74 - Acqua - Idrico e finanza: è vero amore?, gennaio 2017*

Tutti i contributi sono liberamente scaricabili, previa registrazione, dal [sito REF Ricerche](#)

La missione

Il Laboratorio Servizi Pubblici Locali è una iniziativa di analisi e discussione che intende riunire selezionati rappresentanti del mondo dell'impresa, delle istituzioni e della finanza al fine di rilanciare il dibattito sul futuro dei Servizi Pubblici Locali.

Molteplici tensioni sono presenti nel panorama economico italiano, quali la crisi delle finanze pubbliche nazionali e locali, la spinta comunitaria verso la concorrenza, la riduzione del potere d'acquisto delle famiglie, il rapporto tra amministratori e cittadini, la tutela dell'ambiente.

Per esperienza, indipendenza e qualità nella ricerca economica REF Ricerche è il "luogo ideale" sia per condurre il dibattito sui Servizi Pubblici Locali su binari di "razionalità economica", sia per porlo in relazione con il più ampio quadro delle compatibilità e delle tendenze macroeconomiche del Paese.

*Donato Berardi
Direttore
e-mail: dberardi@refricerche.it*

*Editore:
REF Ricerche srl
Via Saffi 12 - 20123 Milano
tel. 0287078150
www.refricerche.it*

ISSN 2531-3215

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Una premessa

Il legislatore nazionale e AEEGSI hanno promosso la crescita dimensionale con diversi provvedimenti

Negli ultimi anni sia il legislatore sia l'autorità nazionale di regolazione (AEEGSI) hanno promosso la crescita dimensionale delle gestioni del settore idrico.

A partire dal 2015 il legislatore nazionale ha stabilito l'obbligo di pervenire alla gestione unica d'ambito, con un perimetro almeno provinciale, affiancando misure e incentivi per favorire le aggregazioni, come l'esclusione dal Patto di Stabilità interno dei proventi delle dismissioni e la possibilità di prolungare le concessioni qualora ciò sia necessario per ripristinare l'equilibrio economico-finanziario delle entità risultanti da processi aggregativi.

L'incentivo regolatorio è passato invece attraverso il Metodo Tariffario Idrico per il quadriennio 2016-2019, nell'ambito del quale AEEGSI ha introdotto schemi per riconoscere alle gestioni frutto di processi aggregativi una maggiore flessibilità, al fine di assicurare l'equilibrio economico-finanziario, tenendo conto delle modifiche nel perimetro del territorio servito¹.

Due tendenze in atto: acquisizioni e fusioni, estensione della durata degli affidamenti

In effetti il settore idrico negli ultimi anni ha registrato l'avvio di un processo aggregativo.

Due sono in particolare le tendenze che emergono, in parte speculari:

- acquisizioni e fusioni;
- estensioni della durata degli affidamenti.

La prima tendenza ha visto protagoniste non solo le società quotate in borsa, aggregatori naturali, ma anche realtà di minori dimensioni: è questo il caso di due o più gestioni *in house* con il fine di pervenire alla gestione unica d'ambito².

La seconda tendenza delinea invece un fenomeno circoscritto alle società pubbliche, titolari di un affidamento *in house*, con un prolungamento della durata delle concessioni dai 10 ai 15 anni rispetto alla scadenza originaria³.

L'allungamento delle concessioni richiede motivazioni robuste

Quello dell'allungamento della durata delle concessioni se da una parte è un percorso coerente con il desiderio di assicurare la sostenibilità dei piani di investimento in presenza di situazioni eccezionali, come le variazioni di perimetro gestito, dall'altra richiede una doverosa verifica circa la sussistenza e la robustezza delle motivazioni addotte, onde evitare che possa trasformarsi in un *escamotage* per dilazionare ulteriormente l'approdo alla gestione unica.

1 La flessibilità tariffaria prevista da AEEGSI non si configura come incentivazione vera e propria ma piuttosto come possibilità di ricorrere a percorsi di perequazione, di ottenere il riconoscimento di costi extra attraverso la componente OPnew e di usufruire di contributi derivanti dal FONI. Sono strumenti di agevolazione al perseguimento del modello della gestione unica d'ambito che lo ricordiamo è fissata per legge.

2 Per un approfondimento si rimanda all'Allegato 1. Aggregazioni: protagonisti i gestori "piccoli ed appetibili".

3 Per un approfondimento si rimanda all'Allegato 2. Verso concessioni perpetue?

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

La recente approvazione del decreto delegato sulle partecipate pubbliche, nell'ambito della c.d. riforma "Madia", prefigura un percorso "naturale" di affrancamento delle gestioni idriche dai vincoli della finanza pubblica e dall'ingerenza della politica locale: un percorso che parte dall'emissione di strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati e arriva sino alla quotazione in borsa⁴.

Operatori di dimensioni adeguate, trasparenti, finanziariamente solidi e in grado di assicurare gli investimenti: è questa la strada al consolidamento dell'industria idrica, nell'interesse degli utenti e del Paese.

Scenari aggregativi: le aree «calde» 2018-2020

Tre aree di elezione per i prossimi processi aggregativi

L'analisi effettuata dal Laboratorio, basata non solo su aspetti economici e finanziari ma anche sugli assetti di *governance* societari, individua **tre aree di elezione** per i processi aggregativi dei prossimi anni.

Il Nord Est: area di fusioni paritarie

Il **Nord Est**, dove alcune operazioni di aggregazione sono state già portate a termine e altre sono in fase di istruttoria avanzata. I movimenti più significativi si registrano in Veneto, dove le società del consorzio Viveracqua stanno promuovendo fusioni paritarie. Il consorzio, nato come soluzione al raggiungimento di sinergie di tipo operativo diventa prima il veicolo attraverso il quale conseguire economie di scala finanziarie, con l'emissione di bond a supporto degli investimenti, e quindi per valutare rapporti più stretti finalizzati alla creazione di valore per i territori.

Il Nord Ovest: con la costituzione di gestori unici d'ambito, la creazione della maxi-utility della Lombardia e la Liguria ambito elettivo di Iren

Segue il **Nord Ovest**, altra area ancora fortemente parcellizzata, in particolare in alcuni ambiti piemontesi. Tra questi peculiare è il caso dell'ATO Cuneese, in cui 5 delle 6 gestioni presenti andranno a scadenza entro la fine del 2017, richiedendo un inevitabile riassetto che, nei progetti dell'Ente di Governo, dovrebbe portare alla costituzione di un gestore unico provinciale *in house*. In Lombardia, si va verso la costituzione del gestore unico nell'ambito di Bergamo, mentre il gruppo A2A si sta promuovendo polo aggregativo tra le *multiutility* delle province lombarde pedemontane di Monza, Como, Varese, Sondrio e Lecco. In Liguria la partita delle aggregazioni appare riservata ad Iren, in virtù della contiguità territoriale rispetto agli ambiti già serviti.

L'area Centro orientale: non solo ambito elettivo di Hera e Acea ma terreno fertile per contratti di rete o crescita della leadership locale

Infine, l'area **Centro orientale**, oltre ad essere terreno di elezione dei gruppi quotati Hera ed Acea, potrebbe assistere allo sviluppo di processi di crescita dimensionale, anche in forma leggera come i contratti di rete, tra i soggetti più forti, con l'obiettivo di consolidare le numerose gestioni minori ancora presenti. Si pensi ad esempio a CIIP, gestore unico d'ambito della provincia di Ascoli, o a Multiservizi, gestore unico d'ambito della Provincia di Ancona, che dispongono delle capacità economiche e finanziarie per ambire ad un ruolo di leadership locale.

⁴ Per un approfondimento si rimanda a "Partecipate pubbliche: le nuove regole dimenticano i servizi a rete di rilevanza economica", Contributo n. 54, febbraio 2016.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Valutazioni basate anche sulla complessità o snellezza dei processi decisionali

Questi risultati, come anticipato, tengono conto anche della complessità, o per contro, della snellezza dei processi decisionali delle società considerate⁵. Una valutazione che deriva dal numero di controparti necessarie ad addivenire alle maggioranze statutarie richieste per operazioni di natura straordinaria, in considerazione del ruolo che i processi decisionali snelli rivestono nel catalizzare l'attenzione dei finanziatori⁶.

Laddove si registrano operazioni con assetti proprietari complessi, emerge il ruolo positivo dei consorzi

L'evidenza di operazioni in contesti caratterizzati da assetti proprietari *complessi* deve essere considerata circostanza del tutto eccezionale. E' questo il caso ancora una volta delle aggregazioni che stanno maturando nella Regione Veneto, laddove emerge chiaramente il ruolo pivotale delle società consortili, capaci di coniugare una visione univoca e unitaria riguardo a decisioni strategiche (relative, ad esempio, alla finanza) con il mantenimento del presidio territoriale richiesto dagli enti locali aderenti.

Sono aspetti che si tangono con quelli relativi al perimetro di aggregazione, se intra ambito, con il chiaro intento di arrivare alla gestione unica, o se inter-ambito. Anche se ad oggi la legislazione e la regolazione si limitano a considerare la prima fattispecie, tale distinzione assume una connotazione importante sotto il profilo industriale, nel momento in cui il perimetro d'ambito non sia così ampio da permettere adeguate economie di scala che invece sarebbero perseguibili con aggregazioni inter-ambito.

Inoltre, l'agevolazione o meno dei processi aggregativi dipende anche dalla forma di affidamento prescelta: l'aggregazione tra gestori privati, anche di ambiti differenti, solitamente non implica rilevanti criticità, mentre una eventuale aggregazione tra un gestore *in house* ed un gestore privato comporta un livello significativo di criticità procedurale, comportando generalmente anche procedimenti ad evidenza pubblica nonché specifiche autorizzazioni da parte dell'EGATO.

Una dinamica aggregativa che divide il paese con il rischio di un ampliamento del divario Nord-Sud

L'avvio di processi aggregativi caratterizza sino ad oggi esclusivamente l'area settentrionale del Paese, mentre il Sud appare rimanere indietro, a segnalare come il settore idrico si caratterizzi per un sistema duale, con il rischio che il divario infrastrutturale e di qualità del servizio tenda ad ampliarsi nei prossimi anni.

Il Mezzogiorno soffre anche di criticità specifiche riguardanti la scadenza delle concessioni e/o la *compliance* legislativa in materia di governance societaria. Si pensi su tutti ai casi di Acquedotto Pugliese, la cui concessione è in scadenza entro la fine del 2018, o quello di Abbanoa, per il quale si lamenta il presunto mancato rispetto dei requisiti per il c.d. "controllo analogo"⁷. Inoltre al Sud è particolarmente rilevante il tema dei trasferimenti interregionali di risorsa idrica, dovuto alla disomogenea distribuzione territoriale delle fonti, frequentemente gestite da consorzi o enti in dissesto finanziario e commissariati da decenni, che accrescono la complessità delle possibili operazioni di aggregazione.

4 Si veda l'Allegato 3. Assetti proprietari e processi decisionali.

5 Come noto per le operazioni straordinarie, come fusioni, acquisizioni, emissioni di titoli sui mercati dei capitali e aumenti di capitale sono in genere necessarie maggioranze assembleari qualificate (pari almeno ai 2/3 del capitale sociale).

6 La situazione del gestore Abbanoa è paradossale: da un parte l'Antitrust (AGCM) sostiene che la Regione Sardegna non può esercitare il controllo analogo perché non le compete il ruolo di ente concedente il servizio idrico; dall'altra l'ANAC ritiene la Regione, in quanto azionista di maggioranza di Abbanoa, in dovere di presidiare direttamente la società di gestione. E' evidente che nel settore vi è ancora confusione tra il ruolo degli Enti di Governo d'Ambito e quello degli enti locali azionisti cui spetta l'esercizio del controllo analogo sulla gestioni. La questione, pur stimolante, esula dall'obiettivo del presente lavoro.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Una evidenza che suggerisce interventi a supporto dello sviluppo industriale del Mezzogiorno

Una situazione che sembra suggerire uno scenario aggregativo di medio termine che, a meno di interventi straordinari, continuerà ad interessare solo l'area settentrionale del Paese. Una evidenza che sembra suggerisce ancora una volta l'opportunità di interventi straordinari, coordinati da una regia centrale, a supporto dello sviluppo industriale del Mezzogiorno⁸.

Scenari aggregativi: le aree «calde» 2018-2020



Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

⁸ La promozione di processi aggregativi nel Meridione potrebbe essere tralasciata anche attraverso l'introduzione di incentivi regolatori per aggregazioni inter-ambito.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Aggregatori, stand alone e piccoli appetibili: le vie del consolidamento

Il “nocciolo duro” del SII: 60/70 gestioni in grado di chiudere il gap con le migliori esperienze europee

Si va delineando la formazione di un “nocciolo duro” di gestioni, la “spina dorsale” del sistema idrico italiano. Si tratta di operatori in grado di traghettare il sistema verso un consolidamento che a regime dovrebbe esprimere non più di 60/70 gestioni, capaci di esprimere efficacia ed efficienza, di elevare la qualità del servizio e dotate della solidità finanziaria e patrimoniale necessaria a recuperare il divario dalle migliori esperienze europee.

Aggiornamento dell'analisi sulle prime 100 gestioni industriali del Paese

In continuità con lo studio condotto nel corso del 2016, riproponiamo una analisi degli scenari di crescita delle prime 100 gestioni industriali del servizio idrico integrato, al netto delle società quotate in borsa e dei grossisti.

L'analisi si basa su alcuni indicatori che misurano la solidità patrimoniale, la leva finanziaria e la profittabilità, con un controllo per il bacino di utenza servito⁹. Gli indicatori prescelti sono alcuni tra i più Comuni indicatori usati nella valutazione del merito di credito¹⁰.

5 cluster: aggregatori naturali, aggregatori potenziali, stand alone, piccoli appetibili, piccoli non appetibili

Tale analisi ha permesso di individuare cinque cluster caratterizzati da profili omogenei sotto l'aspetto del grado di “appetibilità aggregativa”. Si tratta di due categorie di soggetti aggregatori: “naturali” o “potenziali”, promotori o capofila di un processo aggregativo; una terza categoria di soggetti dotati di buona solidità finanziaria su base stand alone, ancorché meno finanziariamente efficienti delle prime due categorie; una quarta categoria di piccoli soggetti in buono stato di salute finanziaria che pur tuttavia beneficerebbero di un processo aggregativo; ed infine una quinta categoria di gestioni con maggiori criticità e a rischio isolamento, soggetti per i quali risulta più impellente il bisogno di aggregarsi a soggetti più forti.

Vengono presentate due diverse letture.

Due letture: l'evoluzione del numero di gestioni e la dinamica temporale degli indicatori

La prima guarda l'evoluzione del numero dei gestori all'interno di ciascuna categoria in un orizzonte temporale degli ultimi 4 anni, con un focus sull'ultimo anno. La seconda si concentra sulla dinamica temporale aggregata del valore medio degli indicatori di performance economica e finanziaria registrati da ciascun cluster sul medesimo orizzonte temporale.

Aumentano le gestioni “aggregatrici naturali” e le “stand alone”

La Tavola seguente mostra alcuni risultati di interesse. Tra il 2012 e il 2015 aumenta in modo significativo il numero degli aggregatori naturali, la cui consistenza più che raddoppia da 9 a 23 unità. L'unico altro cluster a crescere è quello degli stand alone, che passa da 20 a 27 unità, mentre scende significativamente il numero di gestioni dei potenziali aggregatori, da 21 a 13, e quello dei piccoli aggregatori potenziali, che scende a 23 (dalle 31 unità di 4 anni prima)¹¹, e si dimezza quello dei piccoli non appetibili, da 13 a 7.

7 Il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto (PFN/PN) misura la solidità patrimoniale della gestione in relazione al livello di indebitamento contratto. Il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Margine Operativo Lordo (PFN/Ebitda) misura il grado di capacità della gestione di ripagare il debito con i flussi di cassa della gestione caratteristica. Il rapporto tra Margine Operativo Lordo e Ricavi delle Vendite (Ebitda/Ricavi vendite) misura il grado di redditività della gestione caratteristica una volta coperti i costi di produzione e del personale.

8 Per una descrizione più dettagliata della metodologia si rinvia al Contributo n. 62 “La gestione industriale del servizio idrico: scenari di crescita”, maggio 2016.

9 Il campione delle gestioni si riduce nel 2015 di due unità in virtù di alcune operazioni societarie straordinarie.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

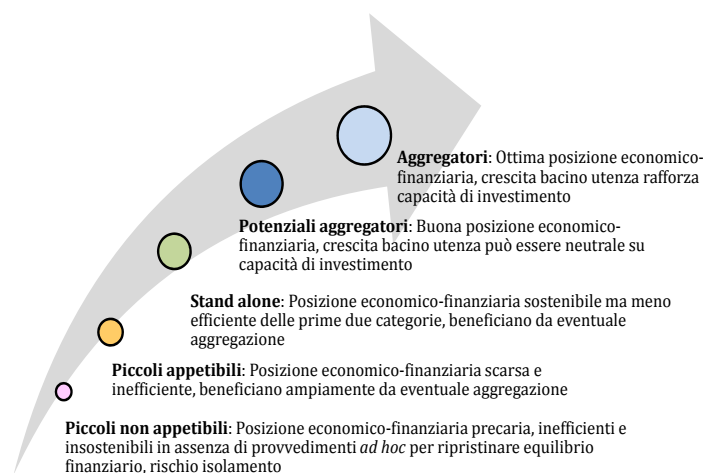
Dopo una crescita di redditività sostenuta dalla regolazione, migliora la struttura finanziaria

In sintesi, la distribuzione del campione nel suo complesso “migra” verso la parte alta della gerarchia, grazie principalmente ad un incremento della redditività registrata negli anni successivi all’introduzione della regolazione AEEGSI. Nell’ultimo anno l’evoluzione dei cluster riflette maggiormente il miglioramento degli indicatori di sostenibilità finanziaria, a fronte di una redditività che sembra aver raggiunto una certa stabilità.

E’ un risultato che testimonia come la regolazione ha conferito certezza ai flussi di cassa della tariffa e favorito un riallineamento delle tariffe ai costi del servizio, coerentemente con il principio del *full cost recovery*.

Dal 2015 sembrerebbe emergere una tendenza a rendere più robusta la struttura finanziaria, con gestori impegnati a destinare i maggiori flussi di cassa al rimborso dei debiti contratti: l’impulso distensivo originato dalla regolazione viene trasmesso ai creditori. Un segnale prodromico alla richiesta dei nuovi finanziamenti necessari a dare attuazione alla nuova programmazione degli investimenti, nel frattempo rivista con il periodo regolatorio 2016-2019.

La «spina dorsale» del settore idrico italiano



	2012	2013	2014	2015	Var 15/12	
Aggregatori	10	15	19	23	↑ 13	+12
Potenziali aggregatori	21	18	16	13	↓ -7	
Stand Alone	20	24	22	27	↑ 6	
Piccoli appetibili	31	29	30	23	↓ -7	-14
Piccoli non appetibili	13	9	8	7	↓ -7	
TOTALE	95	95	95	93		

Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Gestioni per cluster e ATO di appartenenza

Regione e ATO	N.Gestioni analizzate	Aggregatori	Possibili aggregatori	Stand alone	Piccoli appetibili	Piccoli meno appetibili
Piemonte						
ATO 1 VCO	2	1	-	1	-	-
ATO 2 Biella, Vercelli	5	-	-	2	2	1
ATO 3 Torino	1	1	-	-	-	-
ATO 4 Cuneo	6	-	-	2	3	1
ATO 5 Asti	4	-	-	-	3	1
ATO 6 Alessandria	2	2	-	-	-	-
Lombardia						
ATO Cremona	1	-	1	-	-	-
ATO Pavia	1	1	-	-	-	-
ATO Bergamo	1	1	-	-	-	-
ATO Monza-Brianza	1	-	-	1	-	-
ATO Città metrop. Milano	2	1	1	-	-	-
ATO Lodi	1	-	-	1	-	-
ATO Sondrio	1	-	-	-	-	1
Veneto						
ATO Bacchiglione	3	1	2	-	-	-
ATO Laguna di Venezia	2	0	1	1	-	-
ATO Veneto Orientale	2	1	1	-	-	-
ATO Valle del Chiampo	2	-	-	1	1	-
ATO Alto Veneto	1	-	-	-	1	-
ATO Polesine	1	1	-	-	-	-
ATO Brenta	1	-	1	-	-	-
ATO Veronese	2	-	1	-	1	-
CATOI Lemene	1	-	-	-	1	-
Friuli Venezia Giulia						
ATO Unico FVG	5	1	-	3	1	-
Liguria						
ATO Genova	1	1	-	-	-	-
ATO La Spezia	1	-	-	-	1	-
Emilia Romagna						
ATO Unico Emilia Romagna	4	-	-	3	1	-
Toscana						
ATO Unico Toscana	7	5	1	1	-	-
Umbria						
ATO Unico Umbria	4	-	1	-	2	1
Marche						
ATO 1 Pesaro Urbino	2	-	-	2	-	-
ATO 2 Ancona	1	1	-	-	-	-
ATO 3 Macerata	6	-	-	2	3	1
ATO 4 Fermo-Macerata	1	-	-	1	-	-
ATO 5 Ascoli-Piceno	1	1	-	-	-	-
Lazio						
ATO 3 Rieti	1	-	-	-	1	-
ATO 4 Latina	1	1	-	-	-	-
Abruzzo						
ATO Unico Abruzzo	4	1	1	1	1	-
Molise						
ATO Unico Molise	1	-	-	1	-	-
Campania						
ATO Unico Campania	4	1	1	-	2	-
Basilicata						
ATO Unico Basilicata	1	-	-	1	-	-
Puglia						
ATO Unico Puglia	1	1	-	-	-	-
Sicilia						
ATO Caltanissetta	1	-	1	-	-	-
ATO Enna	1	-	-	1	-	-
ATO Agrigento	1	-	1	-	-	-
Sardegna						
ATO Unico Sardegna	1	-	-	1	-	-

Note: in azzurro le gestioni individuate come gestori unici d'ambito

Fonte: Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

La lettura dell'evoluzione temporale degli indicatori dei cluster fornisce un quadro nel complesso confortante in termini di rafforzamento degli indicatori di redditività e robustezza finanziaria delle gestioni indagate. Le Figure sotto riportate mostrano un miglioramento della redditività per tutti i cluster ad eccezione di quello relativo ai potenziali aggregatori, che registrano una contrazione al 22% dal 24% del margine operativo lordo¹². L'incremento di redditività più significativo è registrato dagli stand alone, ben 4 punti percentuali in più, che permette al margine operativo lordo di salire dal 26 al 30%, attestandosi su valori prossimi a quelli dei primi della classe. Per i piccoli appetibili si osservano variazioni estremamente contenute, sia in termini di redditività che di robustezza finanziaria, mentre per i piccoli non appetibili (che come anticipato più sopra rappresentano ormai una classe del tutto residuale) si osservano movimenti del tutto speculari tra versante reddituale e versante finanziario: mentre il primo, pur collocandosi su valori di partenza molto contenuti, sale fino a toccare il 15%, il secondo vede una tendenza alla stabilità (per l'indicatore PFN/EBITDA) se non al peggioramento (per l'indicatore PFN/PN).

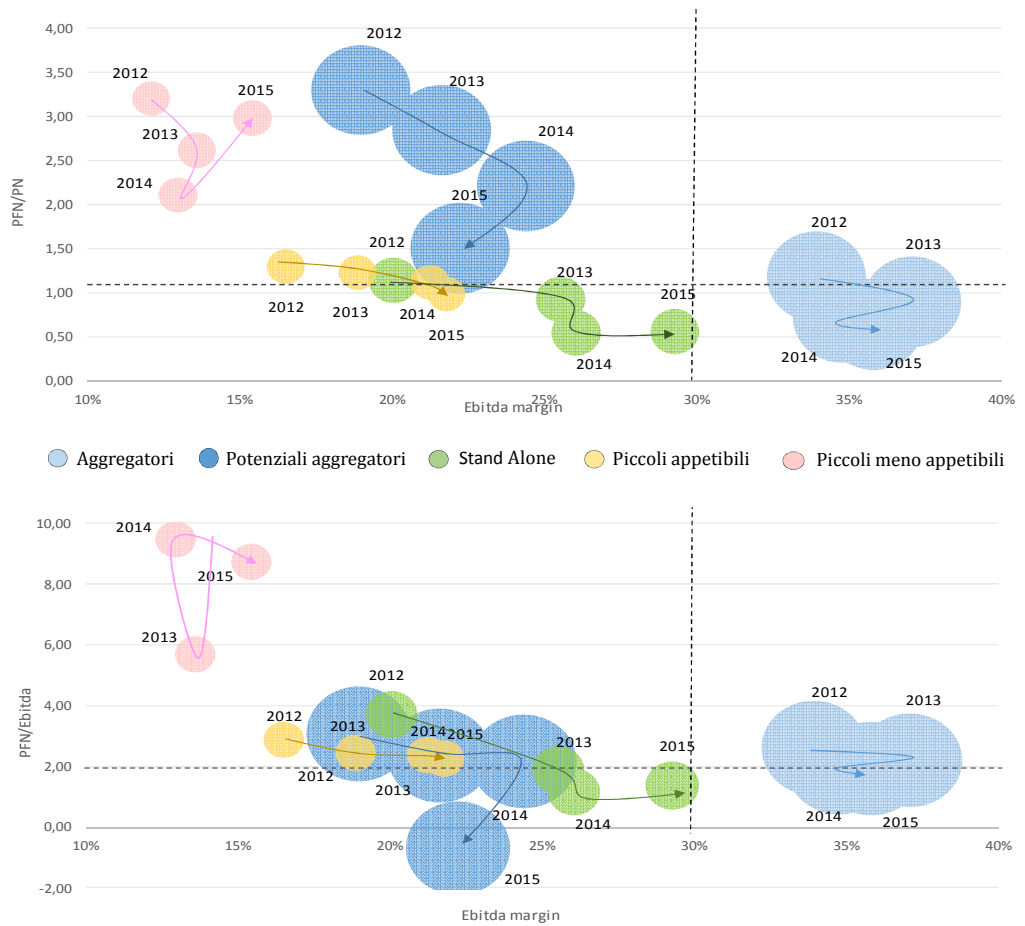
*Un settore idrico
generalmente in
salute*

In linea generale, dunque, il settore idrico si mostra in salute: la redditività migliora o si stabilizza sui livelli già elevati raggiunti negli ultimi anni, così come si rafforza sul versante finanziario. Si aggrava la situazione delle piccole realtà non appetibili, caratterizzate da bassi livelli di redditività e indicatori di sostenibilità finanziaria sotto stress. Questi ultimi soggetti beneficerebbero del consolidamento con realtà gestionali più solide permettendo tramite questa via di fissare obiettivi di investimento più ambiziosi e coerenti con le reali necessità dei territori serviti.

¹⁰ La caduta è ascrivibile quasi esclusivamente alla forte contrazione della redditività registrata da Alto Calore Servizi, per il quale il margine operativo lordo è passata da un risultato positivo di 5 milioni di euro nel 2014 ad uno negativo di 200 mila euro nel 2015.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Evoluzione degli indicatori di redditività e di sostenibilità finanziaria per cluster di gestioni
(Anni 2012-2015)



Fonte: elaborazione Laboratorio REF Ricerche su dati CRIF Ratings

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Conclusioni

Modelli gestionali più efficienti grazie alla buona regolazione

Le buone regole hanno aiutato le gestioni ad abbracciare modelli gestionali più trasparenti ed efficienti, ponendo le basi per un miglioramento della redditività prima e della sostenibilità finanziaria poi.

Cresce il numero di "aggregatori", calano i "piccoli non appetibili" e si delinea un "nocciolo duro" di gestioni solide

Cresce il numero delle gestioni in possesso dei requisiti per essere "aggregatori", operatori che insieme alle società quotate possono accompagnare il consolidamento gestionale, mettendo le loro competenze e capacità finanziarie al servizio dei territori e della realizzazione delle infrastrutture.

Si riduce il numero degli operatori "piccoli non appetibili", in parte per il miglioramento dei fondamentali economico-finanziari, in parte per il consolidamento in gestioni di maggiori dimensioni a seguito di operazioni straordinarie. Si viene definendo dunque, anche se ad un ritmo più graduale rispetto alle tempistiche prefigurate dallo "Sblocca Italia", quel nocciolo duro di gestioni industriali, la spina dorsale dell'industria idrica, cui è affidato il compito di chiudere il ritardo che separa il nostro Paese dalle migliori esperienze europee.

Ripresa del processo di consolidamento: accanto alle quotate le società in house industriali

Negli ultimi anni abbiamo assistito anche ad una ripresa del processo di consolidamento che visto operare da una parte le società quotate in borsa, capaci di operare sull'intero territorio nazionale anche se con una predilezione alle aree storiche d'elezione, e dall'altra le società in house industriali.

Il Sud rimane il grande escluso

Un processo che fino ad oggi ha visto protagonista la sola area centro settentrionale del Paese, mentre il Mezzogiorno è rimasto escluso.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Allegato 1 - Aggregazioni: protagonisti i gestori "piccoli ed appetibili"

Le aggregazioni che hanno caratterizzato le prime 100 gestioni idriche negli ultimi due anni sono localizzate perlopiù nel Nord Italia, in particolare fra Piemonte e Veneto

Fusioni ed acquisizioni nel settore idrico: le operazioni dal 2015 ad oggi

Regione	Aggregatori	Proprietà	Popolazione servita	Aggregati	Proprietà	Popolazione servita	Data di aggregazione
Piemonte	IRETI*	Privata	2.550.500	Atena	Mista	75.491	27/05/2016
Piemonte	Acqua Novara VCO	In house	450.376	Comuni Riuniti	In house	18.004	01/01/2017
Liguria	IRETI	Privata	2.550.500	Acquedotto di Savona	Privata	151.031	01/01/2016
Veneto	Acque Vicentine**	In house	287.465	Alto Vicentino	In house	253.770	in corso (2017)
Veneto	Piave Servizi	In house	344.436	Sile Piave S.I.S.P.	In house	97.488 243.205	31/12/2015
Friuli-Venezia Giulia	CAFC	In house	378.145	Carniacque	In house	53.070	01/01/2017

*IRETI 60% - Atena 40%

**Fusione alla pari

Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati gestori

Le operazioni di fusione ed acquisizione nel settore idrico (Anni 2015-2017)



Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati gestori

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

In Piemonte, il Gruppo IREN, attraverso la sua controllata **IRETI S.p.A.**, ha incrementato le sue quote di partecipazione nel capitale di **Atena S.p.A.** passando dal 22,7% al 60%, a seguito di un aumento di capitale di 50 milioni di euro sottoscritto da IRETI nel mese di dicembre 2015. Atena S.p.A. è una multi-utility che si occupa del servizio idrico integrato, dei servizi di igiene ambientale e della distribuzione di energia elettrica e gas nel vercellese. L'operazione di consolidamento di IRETI nel capitale sociale di Atena garantirà investimenti per oltre 150 milioni di euro entro il 2020, con l'obiettivo di un incremento dell'efficienza delle reti e l'adozione della tecnologia smart metering.

Una seconda operazione di aggregazione che ha riguardato il Piemonte nord-orientale ha riguardato l'Ambito "Verbano Cusio Ossola e Pianura Novarese" con la fusione per incorporazione della **Comuni Riuniti VCO Srl** in **Acqua Novara VCO S.p.A.**. I Comuni di Oggebbio e Ceppio, precedentemente serviti dalla Comuni Riuniti, dal 1° gennaio 2017 sono passati sotto la gestione di Acqua Novara VCO. Nel percorso che porterà alla gestione unica del ciclo idrico integrato nell'Autorità d'Ambito del verbanovaresse, Acqua Novara VCO si candida ad avere un ruolo di riferimento, gestendo il servizio idrico in 141 Comuni delle province interessate. A tendere si potrebbe profilare una fusione tra Acqua Novara VCO e Idrablu S.p.A, al fine di arrivare alla gestione unica d'ambito entro il 2026, anno di scadenza della concessione di quest'ultima.

Tra le operazioni di aggregazione degna di nota è l'acquisizione da parte di **SMAT S.p.A.** del ramo torinese della società **Acque Potabili S.p.A.** Una operazione che ha permesso al gestore unico dell'ATO 3 Torinese di estendere il proprio territorio servito a 29 nuovi Comuni per oltre 200.000 abitanti, consentendo di coprire il territorio provinciale e creare una massa critica significativa al servizio degli investimenti.

Il 31 dicembre 2015 si è concretizzata l'operazione di aggregazione fra tre soggetti appartenenti al Consiglio di Bacino Veneto Orientale: **Sile Piave S.p.A.** e **Servizi Idrici Sinistra del Piave S.r.l.** (SISP) si sono inizialmente fuse per essere poi incorporate da **Piave Servizi S.r.l.**, società nata nel 2003 con lo scopo di creare sinergie fra i gestori del servizio idrico integrato. Sile Piave gestiva il servizio idrico integrato in 9 Comuni, mentre SISP ne serviva 30. La fusione delle due società si spiega nell'ottica di promuovere la gestione unica con l'incremento del numero di Comuni serviti, ora 39, poco meno della metà del numero complessivo dei Comuni sotto la regolazione del Consiglio di Bacino Veneto Orientale.

In Liguria, **Acquedotto di Savona S.p.A.** è stata acquisita al 100% da **IRETI S.p.A.**, che si occupa già della gestione del servizio idrico integrato in 67 Comuni della Liguria. Acquedotto di Savona serviva 25 Comuni fra le province di Savona ed Imperia. Con questa acquisizione (perfezionata 1° luglio 2015), il Gruppo Iren si candida ad assolvere al ruolo di aggregatore naturale in Liguria, regione suddivisa nel 2014 in 6 Ambiti Territoriali Ottimali. Attraverso le controllate Mediterranea delle Acque, Am.Ter, Idro-Tigullio e Acquedotto di Savona, IRETI serve un totale di 93 Comuni, compreso quello di Bolano in provincia di La Spezia. Sempre in Liguria, IRETI aveva precedentemente rilevato il ramo di azienda ligure di Acque Potabili, nella medesima operazione che aveva portato il ramo torinese sotto la gestione di SMAT.

Il 1° gennaio 2017 si è conclusa l'operazione di fusione fra **CAFC S.p.A.** e **Carniacque S.p.A.**, gestori appartenenti all'ATO Centrale Friuli. L'aggregazione di Carniacque, individuato come un gestore piccolo ed appetibile, in CAFC, appartenente al cluster degli aggregatori, si inserisce nel percorso che porterà CAFC ad essere il gestore unico della provincia di Udine. Entro il 2023 verrà ultimata anche la fusione fra CAFC e Acquedotto Poiana, e CAFC si troverà a servire la totalità dei Comuni dell'ATO Centrale Friuli.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Ulteriori informazioni suggeriscono la possibilità che altre aggregazioni fra gestori del servizio idrico integrato possano verificarsi nei prossimi anni.

Nel corso del 2017, in Veneto è stato avviato il progetto di gestione unica d'ambito con l'operazione di fusione fra **Acque Vicentine S.p.A.** ed **Alto Vicentino Servizi S.p.A.**, due potenziali aggregatori che gestiscono il servizio idrico integrato rispettivamente in 31 e in 38 Comuni del Consiglio di Bacino Bacchiglione. L'operazione di aggregazione fra Acque Vicentine ed Alto Vicentino riguarderebbe due aziende che presentano buoni risultati sul piano economico-finanziario e che intendono rafforzare la propria posizione sul territorio garantendosi maggiori capacità di investimento e possibilità più elevate di accesso al credito. Entrambe le società fanno parte del consorzio Viveracqua, che ha consentito ad Acque Vicentine e ad Alto Vicentino l'emissione di bond rispettivamente per 26 e 18 milioni di euro a condizioni competitive.

In provincia di Bergamo, **Uniacque S.p.A.** è stato individuato come il gestore unico dell'Ufficio d'Ambito. Nel maggio 2016 è stato presentato il progetto di fusione con **Hidrogest S.p.A.** e **Cogeide S.p.A.** Uniacque, individuato come aggregatore, gestisce il servizio idrico integrato in 167 Comuni del bergamasco, mentre Hidrogest e Cogeide rispettivamente in 30 e 17 Comuni.

L'operazione ha subito dei rallentamenti a causa del mancato accordo fra le tre società, che ha portato ad una pronuncia del Consiglio di Stato nel mese di dicembre 2016. La sentenza ha riaffermato la necessità di confluire in un gestore unico, ridando il via alle trattative per la cessione del servizio idrico a Uniacque.

In provincia di La Spezia, l'operatore **ACAM S.p.A.** ha pubblicato un bando (scaduto il 22 maggio 2017 u.s.) per individuare un soggetto con cui avviare una aggregazione societaria. L'operazione di aggregazione è volta ad accrescere la solidità e ad incrementare la capacità d'investimento dell'impresa, che gestisce il servizio idrico integrato in 26 Comuni dello spezzino. ACAM, che si appresta a chiudere il bilancio 2016 in attivo, è un gestore individuato come piccolo ed appetibile. Le ultime informazioni disponibili indicano IREN come l'unico soggetto ad aver presentato un'offerta. Negli ultimi due anni, alcune delle principali gestioni italiane del ciclo idrico integrato hanno ottenuto un allungamento della concessione del servizio, previa verifica della sussistenza dell'equilibrio economico-finanziario da parte di AEEGSI (da effettuare anche con riferimento al piano degli interventi).

In Provincia di Rovigo, sono in corso le trattative per una fusione tra Polesine Acque e CVS. Polesine è già gestore unico del Consiglio di Bacino Polesine (Provincia Rovigo), mentre CVS è uno dei gestori presenti nel Consiglio di Bacino Bacchiglione (province di Padova e Vicenza) accanto ad Alto Vicentino e Acque Vicentine, che come visto più sopra stanno procedendo verso l'integrazione. Se la fusione andasse in porto si configurerebbe una aggregazione inter-ambito tra due società in house, che oltre a vedere la compagine societaria arrivare a 111 Comuni (59 gli attuali soci di CVS, 52 quelli di Polesine), priverebbe l'ambito Bacchiglione della possibilità di arrivare alla gestione unica d'ambito.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Allegato 2 - Verso concessioni perpetue?

Negli ultimi due anni, alcune delle principali gestioni italiane del ciclo idrico integrato hanno ottenuto un allungamento della concessione del servizio, previa verifica della sussistenza dell'equilibrio economico-finanziario da parte di AEEGSI (da effettuare anche con riferimento al piano degli interventi).

Scadenze e allungamenti concessioni

Regione	Gestori	Proprietà	Popolazione servita	Scadenza concessioni	Anni di allungamento concessione
Piemonte	SMAT	In house	2.227.706	2033	10
Lombardia	Metropolitana Milanese	In house	1.366.409	2037	10
Lombardia	Padania Acque	In house	327.512	2043	10
Friuli-Venezia Giulia	CAFC	In house	378.145	2045	15
Puglia	Acquedotto Pugliese	In house	4.020.077	2018	-
Piemonte	Calso	In house	470.456	2017	-
	Tecnoedil	Mista			
	Alta Langa Servizi	Mista			
	Alpi Acque	Mista			
	Azienda Cuneese dell'Acqua	In house			

Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati gestori

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Scadenze e allungamenti della durata delle concessioni



Fonte: elaborazioni Laboratorio REF Ricerche su dati gestori

Il gestore piemontese **SMAT S.p.A.**, che opera nella città metropolitana di Torino e serve oltre 2 milioni di abitanti, ha ottenuto una proroga della scadenza della concessione dal 2023 al 2033. L'allungamento della gestione del servizio di SMAT è stata proposta in occasione della presentazione del piano industriale 2015-2019, così da poter realizzare una serie di investimenti strategici sfruttando la congiuntura favorevole per il reperimento di finanziamenti a condizioni vantaggiose. Nel 2008 e nel 2014 SMAT aveva già acceso due finanziamenti a condizioni molto vantaggiose con la Banca Europea per gli Investimenti (BEI), rispettivamente da 80 e 100 milioni, in scadenza nel 2022. La proroga di 10 anni è in linea con la possibilità di estensione prevista dalla normativa contenuta nella legge di Bilancio 2015, volta a favorire le aggregazioni fra le gestioni. Fra il 2012 e il 2015, infatti, SMAT ha allargato il proprio perimetro operativo a 51 nuovi Comuni, attraverso l'acquisizione del ramo idrico di piccole aziende che servivano circa 150mila abitanti.

Metropolitana Milanese S.p.A. gestisce il servizio idrico integrato nella città di Milano, servendo circa 1 milione e 300mila abitanti. Come nel caso di SMAT, anche la concessione di MM è stata al-

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

lungata di 10 anni, prorogando la scadenza dal 2027 al 2037. Il prolungamento della concessione è coinciso con l'aggiornamento del Piano d'ambito, che prevede la realizzazione di opere e lavori nel periodo 2014-2037. L'estensione di 10 anni della concessione ha permesso a MM l'attivazione di due finanziamenti: un prestito dalla BEI, pari a 70 milioni di euro, e l'emissione di un bond per 100 milioni, in scadenza nel 2035. Le due operazioni finanziarie consentirebbero al gestore di coprire la maggior parte degli investimenti previsti nel Piano d'Ambito, senza incidere sulla tariffa a carico dell'utente finale.

Il gestore **CAFC S.p.A.**, già menzionato nell'ambito dell'operazione di fusione con Carniacque, ha potuto ridefinire i termini della scadenza della concessione del servizio idrico integrato, prevista nel 2030. Con la delibera 19/2015, l'ATO Centrale Friuli ha individuato CAFC come operatore di riferimento della gestione unica del servizio, fissando un termine della concessione trentennale a decorrenza dal 1° gennaio 2016. CAFC ha ottenuto di fatto un prolungamento della concessione fino al 2045, che potrà essere nuovamente ridefinito al momento della fusione con Acquedotto Poiana S.p.A., come previsto dalla normativa.

In ordine cronologico, **Padania Acque S.p.A.** ha beneficiato dell'ultimo prolungamento della concessione del servizio, in scadenza nel 2033. Il 31 marzo 2017 è stata infatti firmata una nuova convenzione di gestione fra l'Ufficio d'Ambito della Provincia di Cremona e Padania Acque, individuato come il gestore unico dell'ATO. La scadenza della concessione è stata fissata nel 2043, estendendo di 10 anni la gestione del servizio idrico integrato già in capo alla società.

Altre concessioni, in scadenza fra il 2017 ed il 2018, non sono state prorogate. Per l'affidamento di queste gestioni si dovrebbe procedere all'indizione di una gara, a meno che non venga individuato un operatore in house, che come noto potrebbe ottenere l'affidamento del servizio in via diretta, laddove ne ricorrano le condizioni.

Fra questi, **Acquedotto Pugliese S.p.A.**, gestore che serve una popolazione di oltre 4 milioni di abitanti in Puglia e in alcuni comuni della Campania nonché fornitore all'ingrosso dell'ATO Basilicata, è affidatario del servizio idrico integrato fino al 2018 ai sensi del D.Lgs. 141/99. Il 5 maggio 2017 è stato avviato presso l'Autorità idrica pugliese un tavolo tecnico congiunto, a cui hanno partecipato Regione Puglia, Anci Puglia e Acquedotto Pugliese. Lo scopo del tavolo è quello di individuare entro il 30 giugno 2017 il modello di gestione tenuto conto che allo stato attuale la proprietà di AQP è oggi in mano al 100% alla Regione Puglia. Una possibilità potrebbe essere rappresentata dall'ingresso dei Comuni nel capitale sociale dell'azienda, e dall'affidamento diretto del SII nell'ATO Puglia attraverso il modello in house. La scadenza del 30 giugno è in linea con la normativa prevista da AEEGSI in materia di convenzione tipo: l'ente d'ambito ha il compito di avviare la procedura d'individuazione del nuovo gestore non oltre 18 mesi prima della scadenza dell'affidamento del servizio, prevista al 31 dicembre 2018.

Le date di scadenza delle convenzioni sono ancora più stringenti sul territorio coperto dall'Autorità d'Ambito n.4 Cuneese, dove **Calso S.p.A.**, **Tecnoedil S.p.A.**, **Alta Langa Servizi S.p.A.**, **Alpi Acque S.p.A.** e **Azienda Cuneese dell'Acqua S.p.a.** sono affidatari del servizio fino al 2017. L'eccezione è rappresentata da Mondo Acqua S.p.A., la cui concessione scadrà nel 2021. L'Autorità d'Ambito ha reso noto che dal 2018 il servizio potrebbe essere affidato ad un unico gestore, che coprirà l'88% della popolazione complessiva dell'ATO. La procedura per stabilire la definitiva scelta del modello gestionale sarà deliberata dalla Conferenza d'Ambito, privilegiando in via prioritaria sotto il profilo politico la costituzione di una nuova società provinciale in house¹³.

¹³ 11 Deliberazione n.5 del 16 novembre 2015.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Allegato 3 - Assetti proprietari e processi decisionali (a cura di CRIF Ratings)

Il settore idrico rimane un settore ad alto fabbisogno di investimenti. La riforma del sistema tariffario ha contribuito ad una maggiore trasparenza e certezza dei flussi di cassa ma soprattutto è servita da strumento per una migliore pianificazione degli investimenti. A fronte di questo sviluppo si è affiancata la necessità per il settore di rendersi appetibile agli occhi degli investitori, bancari e non, per finanziare la crescita.

Gli assetti proprietari dei gestori e gli effetti che la governabilità, più che la governance, può avere nell'efficacia del processo decisionale interno, assumono un ruolo non secondario per la crescita dimensionale del settore, soprattutto per quelle operazioni straordinarie tra cui rientra l'adozione di delibere che abbiano effetti sulla struttura del capitale della società (finanziamenti) o del perimetro del gruppo di riferimento (fusioni e/o aggregazioni).

La complessità o, per contro, l'agilità dei processi decisionali, derivante dal numero di controparti necessarie a determinare le maggioranze statutarie per l'adozione delle decisioni gestionali, giocano un ruolo fondamentale nella capacità di catalizzare l'attenzione dei potenziali finanziatori.

L'approfondimento qui proposto ha cercato di segmentare gli operatori del settore in base alla fluidità del processo decisionale. A tal fine è stata realizzata un'analisi su 67 società in house e 22 società miste. Per quel che riguarda gli operatori in house, ovvero quelli con partecipazione del capitale interamente pubblica, l'indagine è stata condotta al netto dell'inevitabile rischio politico a cui la materia si presta, pur riconoscendo che gli equilibri di politica locale giocano un ruolo molto rilevante nel processo decisionale delle partecipate.

I processi decisionali sono stati divisi in base alla finalità dell'esercizio di voto e, per ciascuna tipologia di gestione, è stata individuata la numerosità dei soci/Comuni necessari a raggiungere i quorum richiesti.

Per le decisioni legate alle operazioni ordinarie, quali ad esempio l'approvazione del bilancio o la nomina del CdA, è richiesta la maggioranza assoluta dei voti assembleari (superiore al 50%) mentre per le operazioni straordinarie, come fusioni e acquisizioni, emissioni sui mercati dei capitali o aumenti di capitale, è in genere necessaria una maggioranza qualificata dei voti (pari almeno a 2/3).

Sia per le operazioni ordinarie che per quelle straordinarie, si è proceduto a stimare il numero e il peso percentuale dei Comuni necessari al raggiungimento del quorum richiesto.

I risultati evidenziano come i processi decisionali siano complessi e poco fluidi soprattutto nelle società caratterizzate da un numero elevato di soci, ponendo criticità soprattutto per decisioni strategiche, quali la crescita dimensionale per via esterna o l'accesso al mercato dei capitali per finanziare lo sviluppo tramite debito a medio-lungo termine.

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Specularmente, i casi che si distinguono per un processo decisionale snello fanno riferimento a operatori con controllo maggioritario detenuto da un solo socio.

Infine, nei casi in cui non c'è la presenza di un comune con quote rilevanti e in contemporanea le decisioni possono essere prese da un numero limitato di soci l'assetto proprietario è considerato neutrale.

Nel cluster dei gestori in house si registrano 17 osservazioni (25% dei casi) con processi decisionali snelli, 32 osservazioni (47% dei casi) con processi decisionali neutri ed infine 18 osservazioni (26% dei casi) in cui invece, la numerosità di votazioni nei consigli comunali per prendere decisioni è significativa e quindi il processo decisionale può essere considerato complesso.

La mappa della governabilità delle scelte strategiche



Fonte: CRIF Ratings

Aggregazioni e gestione unica: il consolidamento è faccenda del Nord

Più omogeneo il cluster delle società miste in cui è chiara e diretta la correlazione tra fluidità delle decisioni e presenza di un socio privato forte, con una quota di partecipazione superiore al 40%. In questi casi, di solito le operazioni ordinarie e straordinarie vengono decise dal privato e dal comune di riferimento (spesso capoluogo di Provincia).

Ulteriori possibilità sono:

1. la presenza di un socio forte e di una compagine societaria divisa tra Comuni di piccole dimensioni in cui, soprattutto per le decisioni di natura straordinaria, il numero di passaggi nei consigli comunali cresce;
2. il caso in cui il socio privato detiene una quota inferiore al 25% nella compagine societaria.

L'analisi conferma che la complessità derivante dall'elevata frammentazione proprietaria può essere superata da modelli di organizzazione alternativi nei quali i processi decisionali strategici complessi (come ad esempio quelli relativi alla finanza) siano delegati a strutture in grado di garantire la visione univoca ed unitaria delle diverse società che ne fanno parte ed, allo stesso tempo, tutelare gli interessi degli Enti locali aderenti.