

Unbundling: la separazione proprietaria della gestione della rete nazionale di trasporto del gas in Italia

Dopo un travagliato iter legislativo, il 25 maggio 2012 è stato approvato il decreto della Presidenza del Consiglio dei Ministri attuativo della direttiva c.d. *unbundling*.

Nel volgere di pochi giorni, il 30 maggio 2012, ENI S.p.A. e Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. hanno sottoscritto un accordo preliminare vincolante per la cessione, a quest'ultima, del 30% meno un'azione del capitale sociale di SNAM S.p.A.. Per l'effetto, ENI S.p.A. detiene, ad oggi, un ulteriore 25% circa (per effetto dei diritti di voto legati ad azioni proprie) di SNAM S.p.A..

L'ulteriore passaggio disciplinato nel decreto attuativo prevede la cessione della residua partecipazione di ENI S.p.A. in SNAM S.p.A. "attraverso procedure di vendita trasparenti e non discriminatorie tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali". Questa formulazione dà spazio a diverse interpretazioni circa l'identità dei futuri acquirenti del residuo 25% in SNAM S.p.A..

A seguire una breve descrizione del decreto attuativo e delle possibili conseguenze sul piano pratico della nuova disciplina in termini di futuri investitori.

I nostri contatti:

Avv. Alberta Figari

Partner, M&A/ECM
alberta.figari@cliffordchance.com

Avv. Umberto Penco Salvi

Partner, M&A/Energy and infrastructure
umberto.pencosalvi@cliffordchance.com

Prof. Avv. Aristide Police

Partner e Professore ordinario di Diritto amministrativo,
Università degli studi Roma "Tor Vergata"
aristide.police@cliffordchance.com

Avv. Sabrina Borocci

Counsel, M&A/Energy and infrastructure
sabrina.borocci@cliffordchance.com

1. Introduzione: la direttiva 2009/73/CE e il d.lgs. 93/2011

La normativa sul c.d. “*unbundling*”, prende i natali dalla direttiva 2009/73/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 13 luglio 2009, relativa a norme comuni per il mercato interno del gas naturale. Tale direttiva aveva innovato le regole relative alla indipendenza dei gestori delle reti di trasporto dalle attività di produzione e vendita (c.d. *unbundling*) prevedendo tre diversi modelli caratterizzati da diversi gradi di separazione delle attività di rete da quelle di produzione e fornitura, ovvero:

- Il modello OU (*ownership unbundling*), secondo il quale le società che detengono la proprietà delle reti ed effettuano la gestione delle attività di trasporto sono proprietariamente separate dalle imprese che svolgono le attività di approvvigionamento/produzione e fornitura di gas naturale.
- Il modello ISO (*independent system operator*), in virtù del quale le imprese verticalmente integrate mantengono la proprietà delle reti e ne affidano la gestione ad un soggetto terzo il cd. gestore indipendente (ISO).
- Modello ITO (*independent transmission operator*), che consente alle imprese verticalmente integrate di mantenere il controllo delle società che gestiscono l'attività di trasporto e che detengono la proprietà delle reti, purché garantiscano l'indipendenza decisionale e funzionale del gestore del trasporto.

La direttiva 2009/73/CE è stata recepita in Italia con il decreto legislativo n. 93 del 1 giugno 2011 (il "**d.lgs. 93/2011**"). Inutile dire che la tematica cruciale del legislatore italiano in sede di attuazione della normativa comunitaria era la separazione funzionale di ENI S.p.A. ("**ENI**") da SNAM S.p.A. ("**SNAM**"). Nel d.lgs. 93/2011 il Governo Berlusconi aveva optato, al fine della suddetta separazione funzionale, per il modello del gestore di trasporto indipendente (ITO).

Per effetto del d.lgs. 93/2011, ENI e SNAM avevano posto in essere gli adempimenti utili alla separatezza decisionale e funzionale adottando il modello ITO.

In seguito il Governo Monti, onde rendere pienamente indipendente il gestore dall'impresa verticalmente integrata (i.e. ENI/SNAM), è intervenuto in materia in seno al decreto legge n. 1 del 24 gennaio 2012, convertito, con modificazioni, nella legge 24 marzo 2012, n. 27 (il "**decreto legge 1/2012**" o il "**Decreto Liberalizzazioni**") al fine di favorire il processo di liberalizzazione delle attività svolte nel settore del gas naturale ed ha adottato il più restrittivo modello OU di separazione proprietaria.

2. L'art. 15 del Decreto Liberalizzazioni: il modello della separazione proprietaria

Al fine di introdurre la piena terzietà dei servizi regolati di trasporto, di stoccaggio, di rigassificazione e di distribuzione dalle altre attività della relativa filiera svolte in concorrenza, l'articolo 15 del decreto legge 1/2012, abrogando implicitamente la scelta effettuata dal Governo Berlusconi nel d.lgs. 31/2011, ha optato, come anticipato, per il modello della separazione proprietaria (OU), demandando alla Presidenza del Consiglio dei Ministri, l'emanazione di un decreto volto a disciplinare i criteri le condizioni e le modalità, cui si sarebbero dovute conformare ENI e SNAM per adottare validamente tale modello di separazione.

3. Il DPCM del 25 maggio 2012

In conformità a quanto previsto dall'articolo 15 del Decreto Liberalizzazioni, il 25 maggio 2012, la Presidenza del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministero dello Sviluppo Economico, di concerto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze e sentita l'Autorità per l'energia elettrica e il gas, ha varato il decreto della Presidenza del Consiglio dei Ministri che definisce modalità e termini della separazione proprietaria di SNAM da ENI (il "DPCM").

In particolare, il DPCM stabilisce che ENI è tenuta a ridurre la propria partecipazione in SNAM, perdendone il controllo nei tempi più brevi compatibilmente con le condizioni di mercato, e comunque entro il termine di 18 mesi dall'entrata in vigore della legge di conversione del decreto legge 1/2012 (i.e., 25 ottobre 2013).

Di seguito sono analizzate le principali previsioni del DPCM che disciplinano le modalità di attuazione della suddetta separazione proprietaria secondo il modello OU.

3.1. La vendita a Cassa Depositi e Prestiti

L'articolo 1 del DPCM stabilisce, anzitutto, che ENI debba cedere, anche in più soluzioni, una quota complessivamente non inferiore al 25,1% del capitale sociale di SNAM a Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. – società per azioni controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, tra le cui attività c'è l'assunzione di partecipazioni in società di rilevante interesse nazionale ("CDP") – con le modalità che verranno definite dai consigli di amministrazione delle due società.

Il comunicato pubblicato dalla Presidenza del Consiglio dei Ministri a commento del DPCM chiarisce che la scelta della cessione a CDP ha lo scopo di assicurare il mantenimento di un nucleo stabile nel capitale di SNAM tale da garantire lo sviluppo di attività strategiche e la tutela delle caratteristiche di servizio di pubblica utilità delle attività svolte dalla società.

Nel volgere di pochi giorni, il 30 maggio 2012, ENI e CDP hanno comunicato al mercato di aver raggiunto un accordo preliminare vincolante in relazione alla cessione di una partecipazione del 30% meno un'azione del capitale sociale di SNAM di proprietà di ENI per un corrispettivo totale pari a circa 3,517 miliardi di Euro (3,47 Euro per azione). Il perfezionamento dell'operazione, approvata dal consiglio di amministrazione di ENI riunitosi il 30 maggio 2012, è previsto entro la fine del 2012, a condizione che si verifichino talune condizioni sospensive tra le quali l'ottenimento dell'autorizzazione da parte dell'Antitrust.

Alla data di esecuzione della vendita summenzionata a CDP, pertanto, ENI deterrà una partecipazione in SNAM pari a circa il 25% (per effetto dei diritti di voto legati ad azioni proprie). Tale ulteriore partecipazione dovrà essere dismessa nei modi che si riassumono a seguire.

3.2. La vendita al mercato della partecipazione residua

Poiché la partecipazione attuale di ENI in SNAM è pari al 52,53% a cui si aggiungono i diritti di voto derivanti da azioni proprie, il DPCM stabilisce, altresì, che al fine di garantire la più ampia diffusione dell'azionariato di SNAM, ENI ceda, successivamente alla transazione con CDP, la quota residua della partecipazione detenuta nel capitale SNAM, pari al 25% circa, "attraverso procedure di vendita trasparenti e non discriminatorie tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali". Tale formulazione pone non pochi interrogativi circa la modalità di tale ulteriore vendita nonché circa i possibili destinatari della stessa. Non è infatti possibile dire oggi che procedure di vendita verranno adottate per garantire "procedure di vendita trasparenti e non discriminatorie", né è possibile stabilire l'esatta portata dell'inciso "tra il pubblico dei risparmiatori e degli investitori istituzionali".

3.3. I meccanismi di governo societario

Il DPCM, onde assicurare un'effettiva separazione proprietaria e decisionale di SNAM, all'articolo 2 ha dettato degli specifici meccanismi di governo societario mutuati dalla direttiva.

Innanzitutto è previsto che, a decorrere dal termine sopra indicato entro il quale ENI deve ridurre la propria partecipazione in SNAM, o, se anteriore, a decorrere dalla data di perdita del controllo su SNAM da parte di ENI, in relazione alle residue azioni SNAM (non solo quindi il 25% di ENI ma il rimanente flottante) non possono essere esercitati i diritti di voto attribuiti o eventuali poteri di nomina ad esse spettanti ove tali azioni siano state acquisite da produttori o fornitori del gas e/o dell'energia elettrica o da imprese che li controllano, o ne sono controllate o con essi collegate ai sensi del codice civile, anche attraverso atti, operazioni o patti in qualunque forma stipulati, nonché a quelle già eventualmente detenute, direttamente o indirettamente.

Inoltre, per tutelare la separazione tra il proprietario delle attività di produzione e/o di fornitura di gas naturale e il proprietario e/o gestore delle attività di trasporto del gas naturale, è previsto che tutte le decisioni relative alla gestione della partecipazione in SNAM siano adottate dall'organo amministrativo di CDP con esclusione dei poteri conferiti al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Per quel che riguarda la partecipazione in ENI, sono invece fatti salvi i poteri del Ministero dell'Economia e delle Finanze, nonché le norme relative al funzionamento e alla composizione dell'organo amministrativo, precisando che in ogni caso dovrà essere assicurata la piena autonomia dell'organo amministrativo di ENI in ordine alle decisioni strategiche e operative della stessa.

Infine, per assicurare l'effettiva indipendenza e autonomia nel governo societario di ENI e SNAM, è previsto che i membri dell'organo amministrativo e di controllo, nonché coloro che rivestono funzioni dirigenziali in ENI o nelle sue controllate non possano rivestire alcuna carica nell'organo amministrativo o di controllo né funzioni dirigenziali in CDP o SNAM e loro controllate, né intrattenere alcun rapporto, diretto o indiretto, di natura professionale o patrimoniale, con tali società; analogamente i membri dell'organo amministrativo o di controllo, nonché coloro che rivestono funzioni dirigenziali in CDP, SNAM e loro controllate non possono rivestire alcuna carica nell'organo amministrativo o di controllo né funzioni dirigenziali in ENI e sue controllate, né intrattenere alcun rapporto, diretto o indiretto, di natura professionale o patrimoniale con tali società.

4. Conclusioni

La normativa analizzata riveste un'importanza cruciale in tema di separazione fra ENI e SNAM. Ma non solo. Le scelte operate dal legislatore, seppur in alcuni passaggi non necessariamente chiare, sembrano evidenziare una serie di elementi di grande interesse per possibili investitori che possono essere così riassunti:

- (i) ENI il 30 maggio 2012 ha sottoscritto un accordo preliminare per la cessione a CDP di una prima *tranche* pari a circa il 30% del capitale sociale di SNAM ma dovrà dismettere un ulteriore 25% il cui valore di mercato si aggira intorno ai 3 miliardi di euro.
- (ii) I potenziali acquirenti di tale ulteriore partecipazione potranno essere risparmiatori e investitori istituzionali purché nel contesto di procedure trasparenti e non discriminatorie.
- (iii) Le procedure di vendita dell'ulteriore 25% sembrano doversi ricondurre a ipotesi di offerte pubbliche di vendita ("**OPV**") con eventuale possibilità di riservare *tranche* agli attuali azionisti di ENI e/o ai dipendenti di SNAM e, come da prassi, con collocamenti privati rivolti a investitori istituzionali. Lo strumento dell'OPV, infatti, è l'unico in grado di raggiungere i "risparmiatori" che, per altro sembrano dovere rappresentare una parte cospicua del 25% poiché la norma parla di garantire la più ampia

diffusione delle azioni sul mercato. Il testo definitivo del decreto, quindi, sembra lasciare poco spazio a procedure alternative, tuttavia, si potrebbe anche ipotizzare un'eventuale procedura di *acceleration book building* ("**ABB**") o di vendita privata ma ad evidenza pubblica (i.s. bando e gara) per raggiungere gli investitori istituzionali, sempre contestualmente all'OPV.

- (iv) Pare potersi affermare che agli acquirenti/detentori di azioni SNAM che detengano partecipazioni di controllo in società operanti – direttamente o a mezzo delle loro controllate – nei settori del trasporto e della produzione del gas e dell'energia elettrica, verranno sospesi i diritti amministrativi.

In sintesi, dunque, gli investitori istituzionali potranno verosimilmente acquisire solo una parte del 25% del capitale sociale residuo ma nel contesto di una operazione di mercato (o, comunque, "trasparente") e ben consapevoli che, ove tali investitori detenessero partecipazioni di controllo in società operanti nel trasporto e nella produzione del gas e dell'energia elettrica, si vedranno, con tutta probabilità, sospesi i diritti amministrativi relativi alle azioni acquisite.