



ASSOGAS

Associazione Nazionale Industriali Privati Gas e Servizi Energetici

Piazza Luigi di Savoia, 22 – 20124 Milano, MI

Telefono: +39 02 73.810.79; fax: +39 02 733.342

www.assogas.it - segreteria@assogas.it

Codice Fiscale 97002680151

Prot. n. 262/2021

AUTORITA' DI REGOLAZIONE PER ENERGIA RETI E AMBIENTE

DCO 488/2021/R/Com

“Criteri per la determinazione e l’aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito per le regolazioni infrastrutturali dei settori elettrico e gas nel secondo periodo di regolazione (II PWACC) Orientamenti finali”

OSSERVAZIONI DI ASSOGAS

Milano, 02 Dicembre 2021



CONFINDUSTRIA

CONSIDERAZIONI DI CARATTERE GENERALE

ASSOGAS apprezza la rinnovata occasione di confronto tra Regolatore e operatori in merito ai metodi e criteri per la determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito (WACC) per il secondo periodo di regolazione.

Nel merito si rimarca come l'attuale aggiornamento del WACC si inserisca in un contesto particolarmente delicato: da un lato il quadro economico vigente è estremamente influenzato dalle politiche interventiste attuate dalla Banca Centrale Europea (BCE) e ciò rende complessa la corretta stima dei parametri che concorrono alla determinazione del WACC. Dall'altro, il processo di transizione ecologica in atto prefigura degli investimenti futuri (e una tutela di quelli esistenti, a garanzia della sicurezza del sistema) che richiedono **un livello di remunerazione congruo e un WACC prevedibile**.

Come già richiamato nella risposta ASSOGAS al precedente DCO 308/2021/R/COM, si sottolinea pertanto la necessità di un **quadro regolatorio stabile e certo e che non metta a rischio la finanziabilità dei piani di investimento**.

In tal senso, pur apprezzando alcune modifiche introdotte nel DCO oggetto di commento rispetto agli orientamenti del DCO 308/2021, quali ad esempio la possibilità di una revisione straordinaria del coefficiente beta o il percorso di maggiore gradualità prospettato per la determinazione del costo del debito, si evidenzia come permangano tuttora nelle proposte presentate degli elementi che rischiano di condurre a una sottostima del tasso di remunerazione.

Tra le misure che richiederebbero un maggiore approfondimento, desta particolare preoccupazione, relativamente ai parametri fiscali, la decisione di un abbassamento consistente del parametro T_p dal 31% al 28%. Sul punto, si auspica che ARERA possa effettuare una analisi più puntuale ed estesa dei dati degli operatori. Da una prima ricognizione operata a livello interassociativo emergerebbe, infatti, come il tax rate da utilizzarsi si attesti ad un valore che dovrebbe essere comunque non inferiore al 30%, quindi ad un livello ben oltre il valore proposto da ARERA in fase di consultazione. Si propone, dunque, l'adozione per il primo triennio del PWACC di un valore non inferiore al 30%. Tale parametro potrebbe in ogni caso essere rivalutato, in occasione della prima revisione triennale, anche sulla base di eventuali evoluzioni della normativa fiscale di riferimento.

Si rimarca, infine, la necessità di attivazione di uno *Small Company Premium*, che riconosca un premio specifico a copertura dei maggiori oneri finanziari sostenuti dalle imprese di dimensioni minori. Tale premio risulta infatti essere indispensabile al fine di garantire un corretto equilibrio sul mercato tra le imprese, se si tiene conto della innegabile maggiore difficoltà di accesso al credito per gli operatori di medie e piccole dimensioni.

Con queste premesse, si riportano di seguito gli orientamenti ASSOGAS in merito ai singoli spunti di consultazione.

CONSIDERAZIONI SUI SINGOLI SPUNTI DI CONSULTAZIONE

51. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC

Si concorda con l'orientamento ARERA di confermare la durata di sei anni del periodo di regolazione, individuando strumenti che possano risultare adeguati a gestire i rischi e le incertezze connessi al particolare andamento congiunturale.



S2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC

Si concorda con l'aggiornamento triennale dei parametri relativi al contesto macroeconomico e fiscale, accompagnato da un meccanismo di aggiornamento annuale secondo una logica *trigger* e si ritiene condivisibile il valore soglia proposto per l'attivazione del meccanismo *trigger*.

S3. Osservazioni in relazione alla metodologia per la determinazione del WACC

Si concorda con la scelta, anticipata nel DCO 308/2021, di mantenere la formulazione generale del WACC già adottata nel I PWACC e basata sul modello *Capita Asset Pricing Model*, utilizzato dalla maggior parte dei regolatori ai fini della valutazione del rischio e della conseguente fissazione del livello del costo del capitale per le attività regolate.

S4. Osservazioni in merito ai criteri generali di determinazione del Tasso di rendimento del capitale proprio

Si ritiene condivisibile l'approccio metodologico proposto per la determinazione del tasso di rendimento del capitale proprio.

S5. Osservazioni in merito al Tasso di rendimento delle attività prive di rischio

S6. Specifiche osservazioni in relazione al periodo di riferimento per il calcolo del parametro RF

Come già evidenziato nella risposta ASSOGAS al DCO 308/2021, non si concorda con la scelta di eliminazione del livello minimo, pari a 0,5%, del tasso RF. Lo straordinario contesto di bassi tassi di interesse e la perdurante incertezza e volatilità nei mercati finanziari, sono proprio i fattori che renderebbero necessario il mantenimento del *floor* nella formula del RF.

Si ritiene invece condivisibile la scelta di utilizzare il solo tasso di inflazione incorporato nei tassi di rendimento dei titoli di Stato (parametro *isr*).

Per quanto concerne i singoli premi si riterrebbe opportuno:

- Per il *Convenience Premium* (CP) prendere a riferimento il valore dell'1%, considerando che non sono previsti per questo parametro aggiornamenti intra-periodo;
- Per l'*Uncertainty Premium* (UP), considerare il limite superiore del range indicato nel DCO, in modo da riflettere l'elevato grado di incertezza che caratterizza i mercati finanziari;
- Considerare titoli di Stato con rating AA e AAA ai fini della stima del *Forward Premium* (FP), coerentemente con quanto proposto per il parametro RF nominale.

S7. Osservazioni in merito al Premio per il rischio di mercato

Come già osservato nella precedente consultazione, si ritiene che il *Total Market Return* (TMR) debba essere stimato sulla base di un approccio che consideri la sola media aritmetica dei tassi di rendimento nei Paesi con rating elevato (escludendo la media geometrica dal calcolo).

Il riferimento alla sola media aritmetica è peraltro in linea con le raccomandazioni espresse da Oxera nel rapporto "*Methodological review of the cost of capital estimation*", nonché con la letteratura accademica e le prassi regolatorie internazionali.



S8. Osservazioni in merito al Country risk premium

Si condivide l'introduzione di un premio (*FP_{CRP}*) che rispecchi gli effetti dello *spread* prospettico tra titoli di Stato italiani e titoli dei Paesi dell'Eurozona aventi *rating* elevato.

Si reitera inoltre la richiesta di tener conto del fatto che l'inflazione attesa, incorporata nei rendimenti nominali dei titoli di Stato italiani, è minore di quella dei Paesi a *rating* elevato considerati ai fini del calcolo. Tale *spread* dovrebbe essere adeguatamente considerato al fine di non sottostimare il valore del CRP.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta

È accolta con favore la possibilità di una revisione straordinaria del livello del coefficiente beta, richiamando la necessità nel farlo di tenere conto non solo delle differenti rischiosità sistematica dei settori elettrico e gas ma anche le peculiarità proprie del comparto della misura del gas.

Sul tema si sottolinea nuovamente come gli asset beta relativi ad operatori di rete e utility italiane siano costantemente aumentati nell'ultimo decennio; nonostante ciò, per la maggior parte dei servizi regolati, gli asset beta utilizzati a fini regolatori sono rimasti invariati (o sono diminuiti) nel corso delle ultime 3 revisioni tariffarie.

Al fine di salvaguardare gli investimenti esistenti e non pregiudicare la possibilità di finanziamento dei nuovi investimenti, anche alla luce del percorso di transizione ecologica in atto, si segnala la necessità di adeguare, dal 2022, il parametro beta per tener conto del maggior premio al rischio richiesto dal mercato.

S10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito

Nella risposta al precedente documento di consultazione si evidenziava come le modalità di calcolo e le valorizzazioni prospettate sul costo del debito si pongono come elemento di forte rottura rispetto agli attuali paradigmi di definizione di questo parametro. Si richiedevano pertanto elementi di gradualità nell'implementazione dell'orientamento prospettato al fine di favorire la transizione tra le due differenti metodologie.

In tale ottica, si apprezza la proposta ARERA di determinazione del costo del debito come media ponderata tra il costo del debito calcolato con l'approccio delineato nel DCO 308/2021 e il costo del debito riconosciuto nel precedente periodo regolatorio. Per evitare di esporre gli operatori ad un improprio rischio regolatorio si potrebbe valutare anche un percorso di maggiore gradualità rispetto a quello proposto prevedendo ad esempio l'adozione nel primo triennio di un peso pari al 75% per il debito attuale e del 25% per il nuovo; nel triennio successivo i pesi attribuiti, previa opportune verifiche, potrebbero divenire pari a 50% - 50%.

Relativamente alla considerazione di ARERA di non prevedere alcun addendo specifico per la determinazione del costo del debito per le imprese di minori dimensioni (c.d. *Small Company Premium*), si evidenzia nuovamente come dalla letteratura e documentazione rinvenibile sul tema appare inconfutabile l'esistenza di un differenziale del costo del debito legato alle dimensioni aziendali (cfr. ad esempio i dati rilevati da Banca di Italia che evidenziano il fatto che i tassi di interesse bancari attivi per imprese piccole sono maggiori rispetto a quelli per imprese medio-grandi). Tali considerazioni sono inoltre confermate da stime effettuate da ASSOGAS presso le proprie associate. Si ritiene dunque che ricorrano tutti i presupposti per l'attivazione di uno *Small Company Premium* che garantisca l'equilibrio economico-finanziario delle imprese di dimensioni minori attive nei settori regolati. Si considererebbe altresì opportuno, qualora ARERA confermi di non trovarsi concorde con tale richiesta, che si possa avere

contezza della richiamata "assenza di correlazione statisticamente significativa tra il costo del debito e la dimensione dell'impresa".

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali

Come richiamato nelle considerazioni di carattere generale, la proposta di riduzione del parametro T_p al 28% necessiterebbe di una revisione.

In particolare, si riterrebbe corretto, ai fini della quantificazione del WACC dei settori regolati, considerare un valore di tax rate depurato da tutti i valori riconducibili a partite straordinarie, a particolari incentivi derivanti dalla normativa fiscale e ad ogni altro aspetto di natura contingente. Tale tax rate "normalizzato", da primi dati raccolti presso aziende del settore, risulterebbe essere sempre oltre il livello proposto da ARERA.

Stante tali considerazioni e il rischio che tale parametro porti ad una consistente sottostima del livello del WACC, si riterrebbe auspicabile una conferma dei livelli di tax rate attuali o comunque l'adozione del parametro T_p a livelli non inferiori al 30%.

S12. Osservazioni in merito al peso del capitale proprio e del capitale di debito

Si condividono le proposte dell'Autorità.

S13. Osservazioni in merito al fattore correttivo della tassazione sui profitti nominali

Si condivide la proposta di confermare l'applicazione di un fattore correttivo che rifletta gli effetti della tassazione sui profitti nominali.

Dichiarandoci a completa disposizione per fornire ogni eventuale ulteriore osservazione o chiarimento, porgiamo cordiali saluti.