

Allegato: Osservazioni IGAS al 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 Generali

Come già osservato in occasione della risposta al DCO 308/2021/R/com, i prossimi anni vedranno un ingente dispiego di investimenti relativamente alle infrastrutture energetiche, volti, come d’uso, al generale mantenimento in efficienza e sicurezza dei servizi, ma soprattutto al raggiungimento degli obbiettivi di decarbonizzazione dell’economia secondo quanto individuato a livello comunitario e nazionale; attraverso tali investimenti sarà inoltre possibile sostenere il rilancio dell’economia del nostro Paese secondo le linee illustrate nel PNRR.

Alla luce di ciò, la revisione dei criteri di determinazione e aggiornamento del tasso di remunerazione del capitale investito che l’ARERA sta conducendo assume un’estrema importanza, poiché i valori di WACC che saranno vigenti dal 1° gennaio 2022 influenzeranno sensibilmente il livello di investimenti nei diversi comparti energetici in Italia per i prossimi anni.

Il compito dell’ARERA è delicato anche in quanto la revisione dei parametri che rientrano nel calcolo del WACC sta avvenendo in un contesto macroeconomico senza precedenti, circostanza che rende opportuno adottare ogni tipo di cautela. Tuttavia, ferma restando la necessità di garantire la stabilità e la certezza del quadro regolatorio, nonché la tutela degli utenti dei servizi, sarà altresì fondamentale considerare la necessità di assicurare un adeguato livello di remunerazione agli investimenti dei servizi regolati (sempre tenendo conto dei differenti profili di rischio dei settori interessati), poiché un insufficiente livello di remunerazione potrebbe frenare, se non compromettere, la transizione energetica e la ripresa dell’economia nazionale.

In merito ai contenuti del DCO 488/2021/R/com, a fronte dell’inserimento di alcuni elementi segnalati nella risposta al primo documento di consultazione, si esprime tuttavia preoccupazione in merito alla presenza di altri aspetti molto problematici. Ci si riferisce in particolare alla prefigurata riduzione del valore del parametro relativo all’incidenza fiscale sul risultato d’esercizio, alla proposta di rivedere il livello del beta solo in relazione ad alcuni servizi energetici regolati e alla minima, non sufficiente, gradualità nell’applicazione della metodologia per il calcolo del debito. Trattasi di elementi, specialmente i primi due, che risultano del tutto inaspettati (in quanto non prefigurabili sulla base dei contenuti del precedente DCO) e la cui *ratio* non risulta del tutto chiara e comprensibile, e che, inoltre, rischiano di mettere a repentaglio l’adeguatezza nella remunerazione degli investimenti, più sopra citata.

In particolare, relativamente al *Convenience premium* (CP) non risulta comprensibile la motivazione per la quale, contrariamente alla valorizzazione proposta per gli altri parametri, che risulta immutata rispetto a quanto prefigurato nel DCO 308/2021/R/com, il valore del CP venga prospettato all’interno dell’intervallo 50÷100 bps, quando nella precedente consultazione era stato ritenuto corretto prefigurare valori nell’intorno dell’1%, in linea con l’analisi Oxera che individuava

valori nel range 0,6÷1%. Per quanto riguarda, invece, i livelli di Beta, la proposta contenuta nel DCO di una revisione per i soli servizi regolati aventi valori di Beta asset inferiori a 0,4, qualora perseguita, si concretizzerebbe in un forzato allineamento tra settori che hanno livelli di rischio specificamente diversi, con una conseguente diminuzione dell'incrementata rischio oggi riconosciuta ai settori con un più alto profilo di rischio.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, come meglio verrà rappresentato negli spunti di consultazione di dettaglio (cfr. S.9, S.10 e S.11), si invita l'ARERA a valutare attentamente gli effetti delle proposte formulate con gli orientamenti finali del DCO e a reconsiderarne il contenuto nel senso che verrà indicato.

S1. Osservazioni rispetto alla durata del II PWACC.

Come già osservato in risposta al DCO 308/2021/R/com, sembra ragionevole confermare un periodo regolatorio di durata pari a 6 anni.

S2. Osservazioni in merito ai criteri di aggiornamento del WACC.

In linea generale, preme sottolineare l'opportunità che, tra le diverse possibili opzioni esistenti in tema di frequenze e modalità di aggiornamento dei parametri del WACC, l'ARERA scelga quelle maggiormente in grado di individuare, e di conseguenza riflettere tempestivamente ed efficacemente nei valori assunti dai medesimi parametri, gli eventuali cambiamenti dello scenario macroeconomico, ferma restando la necessità di garantire, quanto più possibile, la certezza e la stabilità della regolazione, nell'interesse degli operatori, degli investitori e ovviamente degli utenti dei servizi regolati.

In tal senso, l'ipotesi B prospettata dall'ARERA sembra rispettare tali condizioni e appare pertanto come la più ragionevole tra le due opzioni descritte nel DCO 308/2021/R/com.

In tema di parametri fiscali, si condivide la proposta di aggiornarli triennialmente. Altrettanto condivisibili appaiono le proposte di tenere invariato il *Convenience Premium* per l'intero PWACC e di rivedere il *gearing* in corrispondenza delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato. Si condivide poi l'intenzione dell'ARERA di valutare più avanti nel tempo (ossia alla fine del primo triennio del PWACC, in base al contesto macroeconomico e alla situazione congiunturale), se prevedere o meno la presenza del meccanismo di *trigger* anche nel secondo semiperiodo.

Fermo restando il rinvio allo spunto di consultazione S.9 per le osservazioni di dettaglio, non si condivide la proposta dell'ARERA di rivedere selettivamente il parametro *beta* (solo per i servizi infrastrutturali aventi un β^{asset} inferiore allo 0,4), non ritenendo fondata la *ratio* alla base di tale proposta; si riterrebbe invece più ragionevole che l'aggiornamento del *beta* fosse condotto per tutti i servizi regolati, dal momento che l'intero settore delle *utilities* ha risentito degli effetti della pandemia e della congiuntura macroeconomica.

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

Come già osservato riguardo al DCO 308/2021/R/com, si condivide la proposta di esprimere il WACC in termini reali, nonché di calcolarlo applicando la metodologia *Capital Asset Pricing Model* (CAPM).

Con riferimento alla possibilità di determinare tale tasso secondo un approccio *pre-tasse* o *post-tasse*, in linea generale si concorderebbe con l'adozione di un criterio *pre-tasse*, a condizione che il parametro relativo all'incidenza fiscale venga fissato coerentemente all'effettivo livello in essere per le imprese, al netto di effetti straordinari su singole annualità e che non sembra discostarsi significativamente dal livello del parametro attualmente applicato (31%) rispetto al valore prefigurato nel DCO, sulla base di un'analisi di cui non viene tuttavia esplicitata la modalità (cfr. anche risposta allo spunto di consultazione S11).

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

Anche in questo caso si ritiene condivisibile quanto proposto dall'ARERA nel DCO, fermo restando che una logica *forward looking*, in ragione delle connesse criticità a livello metodologico e applicativo, implica l'adozione di opportune cautele per una corretta stima dei parametri proposti.

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

In linea generale si condivide l'approccio prospettato dall'ARERA per la determinazione del tasso *Risk Free*.

Tenuto conto dell'intenzione dell'ARERA di eliminare il *floor* attualmente esistente, si riterrebbe corretto completare, almeno dal punto di vista formale, la formula di calcolo del RF in modo tale da garantire che gli eventuali valori negativi risultanti dall'applicazione della stessa siano ricondotti a zero. Ciò soprattutto se il valore che l'ARERA fisserà per il CP dovesse essere inferiore a quello inizialmente prospettato nel DCO 308/2021/R/com.

In tema di valorizzazione dei premi, non appare infatti chiaro il motivo per cui l'ARERA proponga una riduzione del CP rispetto a quanto inizialmente prospettato nel DCO 308/2021/R/com: a fronte di un'iniziale proposta di determinazione in misura pari all'1% (estremo superiore dell'intervallo indicato nel report di OXERA), nel DCO 488/2021/R/com l'Autorità prospetta infatti di fissare il valore del CP all'interno dell'intervallo 50÷100 bps. In tal senso si ribadisce l'opportunità che tutti i premi del RF siano scelti seguendo il principio dell'*aiming up*, criterio utilizzato anche da alcuni altri regolatori europei (CMA nel Regno Unito e l'irlandese CRU), ossia scegliendo l'estremo superiore del *range* di volta in volta considerato, a maggior ragione per il CP, in considerazione del fatto che per tale parametro non è prospettato nessun aggiornamento nel corso del secondo PWACC (pertanto, si riterrebbe corretto che lo stesso venisse valorizzato all'1%, valore che riflette le stime di lungo periodo).

Le medesime considerazioni risultano peraltro valide con riferimento all'*Uncertainty Premium* (UP), la cui individuazione risulta ancora più complessa in ragione dell'intrinseca volatilità delle previsioni del mercato sull'evoluzione dei rendimenti futuri.

Con riferimento al calcolo del *Forward Premium* (FP) e del *Convenience Premium* (CP), si ribadisce l'opportunità che essi siano determinati includendo nel calcolo anche i titoli di Stato di *rating* AA, così da dare maggiore coerenza all'intera formula del *Risk Free*. Inoltre, per quanto riguarda il FP, una stima effettuata sulla base dei dati storici, anziché dei tassi *spot*, potrebbe permettere di riflettere meglio la variabilità dei tassi di rendimento dei titoli governativi. Si condivide invece la proposta dell'ARERA di adottare un unico parametro (il tasso *isr*) per deflazionare i rendimenti nominali.

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

Con riferimento all'ampiezza del periodo di rilevazione dei dati per il calcolo del parametro RF, si condivide la proposta dell'ARERA di fissarla pari a un anno.

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

Come già osservato nella precedente consultazione, si continua a ritenere che l'utilizzo esclusivo della media aritmetica per il calcolo del *Total Market Return* (TMR) sia la soluzione più corretta, circostanza confermata anche da diverse prassi regolatorie internazionali e dalla teoria economica di riferimento.

Tuttavia, qualora l'ARERA intenda continuare ad utilizzare una media ponderata, si ritiene che la metodologia di stima del parametro possa essere aggiornata prevedendo quanto meno un peso della media geometrica non superiore al 5% (valore, quest'ultimo, coerente con il rapporto - corrispondente a 4,96% - tra la durata del periodo regolatorio, di 6 anni, e l'intervallo di stima dei dati storici, pari a 121 anni).

Sarebbe inoltre adeguato effettuare il calcolo del TMR sulla base dei rendimenti dei paesi dell'area Euro, ponderati per la capitalizzazione di mercato di ciascun paese. Tale approccio è infatti coerente con la metodologia del CAPM e con l'enunciato della stessa Autorità "*che gli investitori diversifichino il proprio portafoglio nell'ambito dei mercati appartenenti alla medesima valuta*".

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.

In relazione al CRP, appare ragionevole che lo stesso sia stimato con riferimento a un orizzonte di osservazione dei dati coerente con quello del RF. Si condivide inoltre 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. Da ultimo, si condivide l'introduzione della stima del CRP in termini reali e si vorrebbe sottolineare la necessità che tale stima possa catturare/riflettere l'effetto del differenziale fra l'inflazione italiana e quella europea.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta.

Come accennato nella risposta allo spunto di consultazione S.2, le conclusioni tratte dall'ARERA in merito all'opportunità di effettuare una revisione selettiva del beta, non risultano condivisibili.

Come rappresentato in risposta alla precedente consultazione, dati empirici mostrano come la valorizzazione dei parametri beta dei comparti infrastrutturali energetici italiani sia rimasta sostanzialmente invariata nell'ultimo decennio, a fronte di un rischio sistemico aumentato stabilmente a partire dalla crisi finanziaria del 2010. In aggiunta a ciò, si ritiene che gli effetti economici della pandemia, e più in generale della congiuntura macroeconomica, non siano stati ancora del tutto riassorbiti (basti pensare alle notizie circolate nelle ultime settimane in merito alla scoperta di un'ulteriore variante del virus e dei relativi effetti sui mercati finanziari) e che pertanto ciò giustifichi la necessità di effettuare un aggiornamento generale del predetto parametro.

Va poi considerato che un aggiornamento del beta di tipo asimmetrico non terrebbe in adeguata considerazione gli intrinseci differenziali di rischio esistenti tra un servizio regolato e l'altro, alterando anche la percezione degli investitori a riguardo.

Si invita pertanto l'Autorità a riconsiderare le sue posizioni in merito, prevedendo da subito una revisione straordinaria del parametro beta, quantomeno parziale, per tutti i servizi regolati e rinviando lo svolgimento di ulteriori e più specifiche riflessioni in occasione delle revisioni tariffarie di ogni singolo servizio.

S10. Osservazioni in merito alla determinazione del costo del debito.

Si ritiene ragionevole la proposta di introdurre i rendimenti delle sole obbligazioni non finanziarie con *rating* BBB nell'indice *iBoxx* finalizzato al calcolo del costo del debito (K_d), in quanto ciò permetterebbe di riflettere in maniera più accurata il rendimento delle obbligazioni emesse dalle *utilities* italiane, evitando di sottostimare il costo del debito e creare possibili futuri problemi di finanziabilità per le società italiane.

Relativamente ai costi di emissione del debito, si ritiene che l'elemento ADD non vada epurato dagli effetti dell'inflazione e che debba essere posto quantomeno pari a 0,20%, come peraltro inizialmente prospettato nel DCO 308/2021/R/com. Si ritiene altresì opportuna l'introduzione, nella formula di calcolo del costo del debito, di componenti aggiuntive che esprimano i maggiori costi connessi a strumenti di finanziamento diversi dalle obbligazioni (ad esempio i prestiti bancari, generalmente più onerosi in quanto più flessibili rispetto alle obbligazioni), nonché i costi riconducibili ad altre fattispecie (ad es. quelli per le commissioni di mancato utilizzo delle linee *committed* di *back up* o per la gestione della liquidità).

Nella risposta alla prima consultazione si era poi evidenziata l'importanza di prevedere un'adeguata gradualità nell'applicazione della nuova metodologia di determinazione del costo del debito, allo scopo di mitigare il forte impatto del nuovo approccio proposto. Tuttavia, il meccanismo prospettato dall'ARERA nel DCO 488/2021/R/com non appare sufficientemente graduale nei suoi effetti, prefigurando già per il 2022 un'applicazione "paritaria" delle due metodologie e producendo

pertanto un importante “salto” nel passaggio dalla situazione attuale al primo triennio del secondo PWACC, con, a partire dal 2022, un peso riferito alla nuova metodologia di calcolo già del 50% per poi, nel 4° anno del PWACC, aumentare al 75%. In tal senso sarebbe auspicabile modificare l'entità dei pesi assegnati alle metodologie di determinazione del Kd, ad esempio assegnando, nel primo triennio, un peso di 25% alla nuova metodologia, facendolo poi aumentare del 25% ogni triennio, così da prevedere la determinazione del costo del debito con la sola nuova metodologia a partire dal secondo semiperiodo del terzo PWACC.

In alternativa alla predetta soluzione, ove l'ARERA ritenesse più adeguato mantenere il meccanismo di gradualità allineato con l'inizio del terzo periodo regolatorio, a partire dal 2022 si riterrebbe preferibile, per garantire comunque una più omogenea gradualità nel periodo temporale di raccordo, attribuire il peso di 1/3 alla nuova metodologia, facendolo quindi aumentare di 1/3 alla fine di ogni triennio, così da applicare esclusivamente la nuova metodologia a partire dal primo semiperiodo del terzo PWACC.

In merito a quanto esposto nel documento in consultazione relativamente alla nuova metodologia di calcolo del Kd si vorrebbero poi evidenziare alcuni aspetti relativi al tasso di inflazione utilizzato e al *Forward Premium*.

Si ritiene infatti che per un soggetto europeo che intenda investire nel capitale di società regolate italiane, l'inflazione rilevante sia quella utilizzata per indicizzare la RAB e quindi quella italiana (e non, invece, quella europea).

Per quanto poi riguarda il *Forward Premium*, non si ritiene completamente adeguato, nel contesto della valorizzazione del Kd, utilizzare il medesimo parametro adoperato nell'ambito della stima del RF. Si riterrebbe maggiormente corretta l'introduzione di un apposito parametro FP^{kd} , valorizzato con riferimento a tassi su emissioni BBB-, che meglio rifletterebero il costo sostenuto dalle aziende caratterizzate da tali livelli di merito creditizio. Nel caso non venisse introdotto un apposito parametro FP^{kd} , si riterrebbe allora preferibile che nel calcolo del costo del debito venisse utilizzato come *Forward Premium* il parametro FP^{CRP} , piuttosto che il parametro FP^{RF} .

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.

Non si ravvisano criticità nel confermare l'attuale valorizzazione del parametro tc (scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi) nella misura del 24%. Risulta invece particolarmente critica, oltretutto poco comprensibile e decisamente inaspettata, la proposta di ridurre - dal 31% al 28% - il valore del parametro T_p (aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio), proposta la cui *ratio* appare, peraltro, non adeguatamente illustrata, facendosi unicamente riferimento ad un'analisi dell'effettivo livello dell'incidenza fiscale rilevato nel biennio 2019-2020 di cui tuttavia non viene esplicitata la modalità.

L'IRES e l'IRAP, avendo basi imponibili differenti, non risulterebbero direttamente sommabili tra loro, eppure appare ragionevole che l'aliquota del parametro T_p debba essere quantomeno non inferiore al 28,2% (valore risultante dalla somma delle aliquote IRES, 24%, e IRAP, 4,2%). Va poi

tenuto conto che l'aliquota IRAP qui considerata è quella definita a livello nazionale, mentre, molto spesso, le Regioni applicano un valore più elevato della stessa, essendo titolate a prevedere aliquote diverse da quella nazionale con riferimento alle attività che si svolgono sul loro territorio. Di conseguenza, l'aliquota teorica considerata dall'ARERA per il WACC dovrebbe essere anche superiore al valore di 28,2%.

Il metodo più agevole ed efficace per stimare la componente IRAP nel parametro T_p sarebbe quello di richiedere all'Agenzia delle Entrate il dato sul gettito complessivo IRAP per le attività di concessione di pubblico servizio e poi raffrontarlo con il risultato di esercizio, tenendo conto di eventuali differenziazioni dell'aliquota applicata a diverse categorie di operatori infrastrutturali.

L'incidenza delle imposte dovrebbe, inoltre, essere calcolata nei suoi effetti reali e non teorici (escludendo pertanto le imposte differite e considerando solo quelle correnti), nonché essere "epurata" da una serie di effetti potenzialmente distorsivi (ad esempio le operazioni societarie straordinarie oppure voci presenti nei bilanci civilistici per minori imposte o incentivi fiscali che invece non risultano rintracciabili - o quantomeno lo sono solo parzialmente - nei CAS).

Tutto ciò premesso, si ritiene che l'aggiornamento di un così rilevante parametro richieda quantomeno lo svolgimento di uno specifico approfondimento da parte dell'ARERA, con l'effettuazione di un'apposita raccolta dati tra gli operatori infrastrutturali. Potrebbe, quindi, essere temporaneamente confermato, per il primo semi-periodo del nuovo PWACC, il vigente valore del parametro T_p , per poi magari aggiornarlo dal secondo semi-periodo in esito al I predetto approfondimento (su dati in materia fiscale specificamente raccolti in maniera completa presso gli stessi operatori infrastrutturali) con tempistiche adeguate. Approfondimenti che, sulla base dei dati desumibili dai bilanci societari degli ultimi anni e specificatamente per il 2020, 2019 e 2018, si ritiene dovrebbero condurre alla conferma di un valore del parametro T_p parecchio superiore al 28% o comunque nell'intorno di quelli già oggi applicati per la fissazione del WACC.

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

Si concorda con la proposta dell'Autorità di confermare il *gearing* come parametro specifico di settore, prevedendone l'aggiornamento in occasione delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato e secondo livelli comunque allineati a quelli attuali.

S 13. 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.