



Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente
Direzione Infrastrutture Energia e Unbundling

Osservazioni 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 (Il PWACC)
Orientamenti finali”

Premessa

Come già osservato in occasione della risposta al DCO 308/2021/R/com, Confindustria ritiene che le infrastrutture energetiche siano la piattaforma abilitante della transizione ecologica e richiedano un ciclo di investimenti straordinario per permettere il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi europei in tema di energia e clima. Attraverso tali investimenti è peraltro possibile contribuire in misura rilevante al rilancio dell'economia del Paese, dal momento che il comparto energetico rappresenta sicuramente una filiera strategica anche per le sinergie che è in grado di attivare. Il WACC regolato rappresenta uno dei parametri essenziali al fine di poter attrarre le risorse dei soggetti privati utili alla realizzazione di detti investimenti, a fianco dei capitali privati saranno poi dispiegati fondi pubblici: i programmi Next Generation EU e più in generale gli atti di recepimento del Green Deal hanno infatti previsto finanziamenti dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza fino a 750 mld €, che andranno in parte a sostenere, attraverso meccanismi di accesso agevolato al credito, anche lo sviluppo delle infrastrutture di rete.

In linea generale si ritiene importante che l'ARERA, nell'individuare i nuovi criteri di determinazione e aggiornamento del WACC, tenga presenti alcuni specifici obiettivi, come la stabilità e la certezza del quadro regolatorio, l'adeguatezza del livello di remunerazione dei servizi regolati (tenuto conto dei differenti profili di rischio dei settori interessati), nonché la tutela degli utenti dei servizi stessi.

Nel raccomandare all'ARERA di adottare ogni cautela possibile nella fissazione di tali parametri, si ricorda, infatti, che i WACC così determinati saranno quelli di riferimento per tutti gli investimenti infrastrutturali nel settore dell'energia da effettuare nei prossimi anni e conseguentemente sarebbe adeguato che tali tassi di remunerazione permettessero di agevolare il raggiungimento dei sempre più sfidanti obiettivi di transizione energetica oltre che di non deprimere gli importanti investimenti nell'ambito delle iniziative di ripresa dell'economia del Paese.

Pertanto, a fronte dell'inserimento di alcuni spunti di interesse rispetto al primo documento di consultazione, si esprime tuttavia preoccupazione in merito i) alla riduzione del Tax rate della formula del WACC, e ii) alla scarsa gradualità nell'applicazione della metodologia per il calcolo del debito, la cui *ratio* non risulta del tutto chiara e che rischiano di mettere a repentaglio l'adeguatezza nella remunerazione degli investimenti.

Osservazioni agli spunti in consultazione.

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.

Come già osservato riguardo al DCO 308/2021/R/com, si condivide la proposta del Regolatore di continuare ad adottare la metodologia *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) per la determinazione del WACC, essendo ormai consolidata e ampiamente condivisa con i mercati finanziari e gli altri regolatori. In linea generale, si concorda anche con una determinazione del WACC secondo un approccio *pre-tasse*.

In linea generale, si ritiene ragionevole la previsione di logiche di aggiornamento infra-periodo triennale dei parametri del WACC in grado di riflettere, tempestivamente ed efficacemente, gli eventuali cambiamenti del quadro macroeconomico.

Si condivide altresì la proposta di aggiornare triennialmente i parametri fiscali.

Qualora venisse adottata una logica *trigger* per l'applicazione del meccanismo di aggiornamento consideriamo opportuna una soglia pari ad almeno 50 bps, evidenziando la necessità di accompagnare tale previsione massimizzando tutti i correttivi *forward* (parametri FP, UP e CP).

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

Si condividono i criteri generali proposti da ARERA, fermo restando le osservazioni riportate nei punti successivi.

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

In linea generale si condivide l'approccio di calcolo del tasso *Risk Free* che, nella nuova formulazione proposta nel DCO, prevede l'adozione di un unico parametro di inflazione (il tasso isr) per deflazionare i rendimenti nominali sia dei tassi storici dei titoli governativi sia dei correttivi *forward* (parametri FP, UP e CP).

Con riferimento all'entità dei premi, riteniamo opportuno, in linea con la teoria economica e gli orientamenti iniziali dell'ARERA di definire il *Convenience Premium* (CP) pari all'1%, considerando che questo non sarà oggetto di aggiornamento infra-periodo e che quindi vada calcolato in un'ottica di lungo periodo.

Si condivide, invece, la proposta dell'ARERA di adottare un unico parametro (il tasso *isr*) per deflazionare i rendimenti nominali, mentre, per l'*Uncertainty Premium* (UP), consideriamo necessario prevedere un valore pari allo 0,5% anche considerando che lo stesso parametro non è a oggi previsto per il premio per il rischio di mercato (CRP).

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.

In line di principio, come già osservato nella precedente consultazione, si ritiene 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. Considerando gli orientamenti finali di ARERA in merito, riteniamo che il parametro possa essere aggiornato prevedendo quanto meno un peso della media geometrica non superiore al 5% (valore quest'ultimo coerente con il rapporto tra la durata del periodo regolatorio (6 anni) e l'intervallo di stima dei dati storici (120 anni).

S8. Osservazioni in merito al Country Risk Premium.

Si ritiene che la metodologia di calcolo del premio per il rischio Paese (CRP) debba essere basata su un orizzonte di osservazione coerente con quello del RF e la sua stima debba essere operata utilizzando due distinte inflazioni per la conversione del parametro in termini reali: l'inflazione italiana per il rendimento dei bond italiani e quella europea per la media dei rendimenti dei bond europei ad alto rating.

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.

S9. Osservazioni in merito al coefficiente beta.

In attesa di un aggiornamento puntuale del beta per i singoli servizi regolati, riteniamo necessario che in questa sede l'Autorità tenga in debita considerazione la specifica congiuntura del mercato a cui sono sottoposti gli operatori del settore energetico. Si riterrebbe quindi corretto che l'ARERA effettuasse una revisione del parametro beta, prevedendone una prima revisione, già in questa sede, per tutte le imprese infrastrutturali

regolate, rinviando lo svolgimento di ulteriori e più specifiche riflessioni in occasione delle revisioni tariffarie di ogni singolo servizio.

Riteniamo, altresì, fondamentale introdurre meccanismi di controllo che consentano una revisione dei parametri necessari al calcolo del WACC, tra cui il beta, da parte del regolatore in base ai risultati delle imprese regolate.

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

Nella risposta alla prima consultazione si era evidenziata l'importanza di prevedere un'adeguata gradualità nell'utilizzo della nuova metodologia di determinazione del costo del debito, allo scopo di mitigare il forte impatto del nuovo approccio proposto. Apprezziamo la proposta di determinare il costo del debito come media ponderata tra il costo del debito attuale e quello risultante dall'applicazione della nuova metodologia, ma il meccanismo proposto dall'ARERA nel DCO 488/2021/R/com non appare ancora sufficientemente graduale nei suoi effetti, prevedendo già per il 2022 una applicazione paritaria delle due metodologie. In tal senso risulterebbe preferibile modificare l'entità dei pesi assegnati, prevedendo ad esempio l'adozione nel primo triennio di un peso pari al 75% per il debito attuale e del 25% per il nuovo, facendo poi variare del 25% i pesi attribuiti alla fine di ogni triennio, così da prevedere la possibile determinazione del costo del debito esclusivamente mediante la nuova metodologia a partire non prima del terzo PWACC.

Al contempo osserviamo che la formula di calcolo del costo del debito non sembra tener conto del rischio Paese proprio dell'Italia, che pensiamo vada intercettato in quanto il peso delle obbligazioni italiane all'interno del nuovo indice di riferimento (IBOXX) è limitato e dunque, nell'ipotesi di un allargamento dello spread tra titoli italiani e titoli di paesi ad alto rating, tale indice potrebbe non dimostrarsi in grado di riflettere le effettive condizioni di finanziamento corporate in Italia.

Per quanto riguarda l'inflazione, suggeriamo l'utilizzo di un indicatore italiano in luogo di quello dell'inflazione attesa (ia) determinata sulla base delle previsioni della Banca Centrale Europea. Ciò consentirebbe di definire un valore, espresso in termini reali, adeguato rispetto alle condizioni di finanziabilità delle imprese regolate nonché coerente con l'approccio proposto per la stima del Crp.

S11. Osservazioni in merito ai parametri fiscali.

Non si ravvisano criticità nel confermare l'attuale valorizzazione del parametro t_c (scudo fiscale per il calcolo degli interessi passivi) nella misura del 24% mentre ulteriori valutazioni dovrebbero essere svolte nella definizione del parametro T_p (aliquota teorica di incidenza delle imposte sul risultato di esercizio), ridotta dal 31% al 28% nella proposta di ARERA. sulla base di considerazioni che non paiono adeguatamente illustrate, 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 (probabilmente non

“normalizzata”, secondo quanto di seguito specificato). Proponiamo invece di ricorrere ad un Tax-rate “normalizzato”, partendo dal tax-rate desumibile dai bilanci degli operatori negli anni 2019-2020 e depurandolo da fenomeni straordinari o non ricorrenti. L’incidenza delle imposte dovrebbe, infatti, essere calcolata nei suoi effetti reali (escludendo quindi le imposte differite e considerando solo quelle correnti), nonché essere “epurata” da una serie di elementi, quali gli effetti riconducibili a operazioni straordinarie.

Ciò premesso, sarebbe auspicabile che l’ARERA svolgesse un approfondimento specifico sul tema, basandosi su dati raccolti dalle imprese: il metodo più agevole per stimare ad esempio la componente IRAP nel parametro T_p sarebbe quello di richiedere all’Agenzia delle Entrate il dato sul gettito complessivo di tale impresa, da raffrontare con il risultato di esercizio, tenendo conto di eventuali differenziazioni dell’aliquota applicata a diverse categorie di operatori infrastrutturali.

Nelle more dello sviluppo di tale approfondimento, l’Autorità potrebbe confermare l’attuale valore del parametro T_p .

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

Si condivide la proposta dell’Autorità di confermare il *gearing* come parametro specifico di settore, da aggiornare in occasione delle revisioni tariffarie specifiche di ogni singolo servizio regolato e prevedendone 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.